

Yabancı Portföy Yatırımların Ülke Seçim Kararı ile Ekonomik Özgürlük Endeksi Arasındaki İlişki

Cem KARTAL¹ - Mürüvet ACAR KARABOĞA²

Makale Gönderim Tarihi: 30 Eylül 2022

Makale Kabul Tarihi: 15 Eylül 2023

Öz

Uluslararası yatırımcıların ülke seçim kararlarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Öncelikli olarak daha yüksek düzeyde ekonomik özgürlüğe sahip olan ülkeler, yabancı yatırımcılar için daha cazip olmaktadır. Bu çalışmada ekonomik özgürlük endeksini oluşturan 2019 ve 2020 yıllarına ait bileşenlerin ülkelere yapılan yabancı portföy yatırımı üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla, 128 ülkeyi kapsayacak şekilde çoklu doğrusal regresyon modeli oluşturulmuş ve analiz edilmiştir. Çalışmada ele alınan faktörlerin yabancı portföy yatırımı için ülke seçim kararına etkisi araştırılmış ve bulgular her bileşenin etki düzeyinin farklı olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik özgürlük endeksi, Yabancı portföy yatırımları, Varyans büyüme faktörü, Açıklayıcı Faktör Analizi.

JEL Sınıflandırması: C33, G11, G17

The Relationship Between the Country Selection Decision of Foreign Portfolio Investments and the Economic Freedom Index

Abstract

First of all, countries with a higher level of economic freedom are more attractive to foreign investors. In this study, a multiple linear regression model

¹ Doç. Dr., Sakarya Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, cemkartal@subu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-8453-3300

² Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi, muruvet.a.karaboga@gmail.com, ORCID ID: 0000-0002-7944-7213

covering 128 countries was created and analyzed in order to investigate the effects of 2019 and 2020 components that make up the economic freedom index on foreign portfolio investment in countries. The effect of the factors discussed in the study on the country selection decision for foreign portfolio investment was investigated and the findings revealed that the effect level of each component is different.

Keywords: *Economic freedom index, Foreign portfolio investments, Variance inflation factor, Explanatory factor analysis.*

JEL Classification: *C33, G11, G17*

1. Giriş

Mevcut küreselleşme ve piyasa liberalizasyonu sonucunda ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımlarında kademeli bir artış ve bağımlılık görülmektedir. Bu bağımlılık esas olarak ülkelerin kalkınma hedeflerine tek başına ulaşamayacaklarından kaynaklanmaktadır (Mangal ve Liu, 2020, 213). Kaynak ve fon ihtiyacı olan ülkeler, kaynak ve fon fazlası olan ülkelerin yatırımlarına ihtiyaç duymakta ve aynı zamanda bu ülkelere yatırım fırsatları da sağlamaktadırlar. Yabancı portföy yatırımının, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından, tasarruf açığının kapatılmasında, cari açığın finansmanında ve döviz sağlanmasında önem taşıdığı düşünülmektedir. “Sıcak para” olarak bilinen ve son derece değişken olan yabancı portföy yatırımı, tasarruflar ve yatırımlar arasındaki boşluğu kapatması bakımından gelişmekte olan ülkeler tarafından tercih edilmekte ve ülke ekonomilerinde hayati bir rol oynamaktadır. Fakat gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki sermaye giriş modelleri, farklı ekonomik ve politik yapılar nedeniyle farklılık göstermektedir.

Yatırım, makroekonomik değişkenlerin merkezidir ve kar elde etmek için yapılmaktadır. Yabancı portföy yatırımında, yatırım kararının arkasındaki en belirgin faktör, beklenen getiri oranıdır, ancak erişim kolaylığı, finansal istikrar ve düşük vergilendirme yatırımcıların likidite akışlarına ilişkin nihai kararlarında belirgin bir rol oynamaktadır (Hakeem ve Suzuki, 2017, 1). Dolayısıyla uluslararası yatırımcıların ülke seçim kararlarını etkileyen çok sayıda faktör bulunmaktadır. Son yirmi yılda, gelişmekte olan ülkelerin, yatırımlar için kendi ülkelerindeki iş ortamlarını iyileştirdikleri ve cazip bir pazar yeri sağlamak amacıyla farklı stratejiler geliştirdikleri görülmektedir (Singhaini ve Saini, 2017, 187). Öncelikli olarak daha yüksek düzeyde ekonomik öz-

gürlüğe sahip olan ülkeler, yabancı yatırımcılar için daha cazip olmaktadır (Bengoa ve Robles, 2003, 529-530).

Ekonomik özgürlüğün ekonomik verimlilik için gerekli olduğu fikri iyi işleyen pazarlarda “görünmez el” rolünü savunan Adam Smith’ten (1776) beri ekonomik teoride bir köşe taşı olmuştur. Ampirik çalışmalarda, ekonomik özgürlüğün ekonomik büyüme için önemli olduğu yaygın olarak gözlemlenmektedir (Gwartney vd., 1999, 643). Ekonomik özgürlük ve kurumlar büyümeyi hızlandırmak için teorik olarak yatırımı tamamlayan öğelerdir (Glaeser vd., 2004, 275-277). Çünkü serbest piyasalar yabancı yatırımcılara güçlü bir yatırım ağına parçası olmak ve yeni fırsatlara kapı açmak gibi alternatifler sunmaktadır. Heritage Vakfı ve Fraser Enstitüsü tarafından ekonomik özgürlük göstergelerinin geliştirilmesi, ekonomik özgürlük ile büyüme arasındaki korelasyonun bu göstergelerle daha hassas olarak test edilmesini sağlamıştır (De Haan ve Sturm, 2000, 220-221).

Bu çalışmanın amacı, Heritage Vakfı ve Fraser Enstitüsü tarafından oluşturulan ülkelerin Ekonomik Özgürlük Endeksi (EÖE) puan ve sıralamasına ait 12 bileşenin aldığı skorların yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu amaçla 128 ülkeyi kapsayan çoklu regrasyon modeli oluşturulmuş ve ele alınan faktörlerin yabancı portföy yatırım için ülke seçim kararındaki etkileri çok değişkenli istatistiksel yöntemler ve analizler yoluyla açıklanmaya çalışılmış ve yorumlanmıştır.

2. Yabancı portföy yatırımı

1980’lerin borç krizi, borca olan bağımlılığı azaltacak yeni dış finansman kaynakları geliştirmek ve dış yükümlülüklerin genel yapısını iyileştirmek için sermaye hesabını yabancılara açma ihtiyacını zorunlu hale getirmiştir. Nitekim-kaynaklardan uzak dış borç ve değişken faizli, hükümet garantili kamu tahvil borçlanmalarının yapısal değişiklikleri gelişmekte olan ekonomilerin döviz kurları, emtia fiyatları ve faiz oranları değişikliklerine maruz bırakılmıştır (Errunza, 2001, 709). Çok sayıda borçlu ülke çok ciddi zorluklarla karşılaşmıştır, borç akışı sonlandırılmış ve bütün bunların sonucunda dış finansmanın yeniden yapılandırılması büyük önem kazanmıştır.

1980’lerin sonlarından bu yana, birçok gelişmekte olan ülke sermaye kontrollerini gevşetmiştir. Bu gevşetme yeni dış finansman kaynaklarından yararlanma amacıyla yabancı portföy yatırımlarının potansiyel gelişimsel rolü ve cari hesap üzerindeki sermaye kontrollerinin etkisizliği ile motive edilmiştir (Haque ve Montiel, 1990, 360). Uygulamada, çoğu ülkede yatırımlara çeşitli kısıtlamalar uygulanmaktadır. Bazılarının yabancı ve yerli yatırım için farklı kuralları vardır, bazıları dövize erişim, ödemeler, transferler ve sermaye

işlemleri üzerinde kısıtlamalar getirir, bazılarında ise belirli endüstriler yabancı yatırımlara kapalıdır. Ayrıca çalışma düzenlemeleri, yolsuzluk, bürokrasi, zayıf altyapı, siyasi ve güvenlik koşulları da yatırımcıların piyasada sahip olduğu özgürlüğü etkileyebilmektedir.

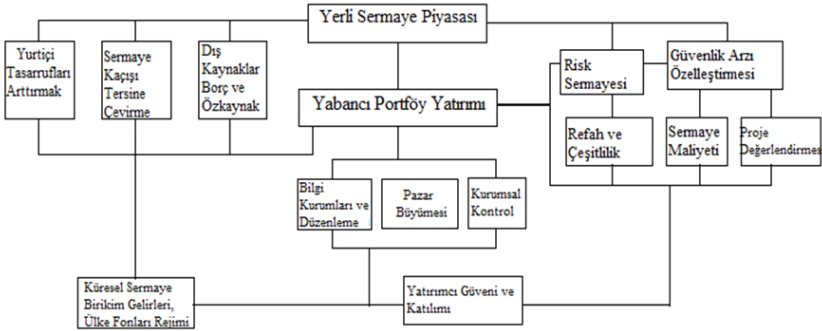
Sermaye girişleri ve çıkışları piyasa ile pozitif ve uzun vadeli bir ilişkiye sahiptir. Sermaye hareketlerinin kısıtlanması ise hem yurtiçinde hem de yurtdışında kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesini zorlaştırır, verimliliği azaltır ve ekonomik kararları bozar (Blundell ve Roulet, 2014, 3). Bu kısıtlamalar aynı zamanda portföy yatırımlarında menkul kıymet çeşitlendirmesini engellediği gibi potansiyel yatırımcılar için işlem maliyetlerinin de artmasına sebep olmaktadır. Sınır ötesi yatırım üzerindeki kısıtlamalar, daralan pazarlar ve büyüme fırsatlarının azalması sermaye yatırım hareketlerini sınırlayabilir. Örneğin, devlet borsaya müdahale ettiğinde piyasa ekonomisinin en kritik işlevi olan sermayenin fiyatlandırılmasına müdahale ederek milyonlarca bireyin seçimlerini ihlal etmiş olur (UNCTAD, 2022). Oysaki şeffaf ve açık bir finansal sistem, finansmana erişimde adaleti sağlar ve girişimciliği teşvik eder. Özgür ve açık bir yatırım ortamı, maksimum girişimcilik fırsatları, verimlilik artırıcı genişletilmiş ekonomik aktivite ve iş yaratma imkânları sağlamaktadır. Böyle bir ortamın faydaları sadece daha büyük getiri beklentisiyle girişimcilik riski alan bireysel şirketlere değil, aynı zamanda bir bütün olarak toplumun tamamına etki etmektedir. Şeffaf bir finansal sistemde, hisse senedi piyasası sürekli olarak halka açık şirketlerdeki kayıpları ve beklenen getiriye ölçmektedir. Bu ölçümün temeli sermaye kaynaklarının yatırımcıların en değerli kullanımlarına tahsis edilmesidir. Bankacılık hizmetlerinin sermayeyi artıran veya riski çeşitlendiren diğer finansal hizmetler tarafından desteklenmesi de yatırımcılar için ayrıca önem arz etmektedir. Bu şekilde yatırımcıların bütün gereksinimleri tamamlanmış olmaktadır.

Yatırım sermayesi akışının serbestçe izin verildiği ülkelerde, yatırımcıların kaynaklarını kısıtlama olmaksızın hem ülke içinde hem de ülke dışında çıkarlarına göre hareket ettirme özgürlüğü yatırımcının çıkarları için önemlidir. Yurtiçindeki menkul kıymetler, aynı olaylardan etkilendikleri için birlikte hareket etmektedirler. Fakat diğer ülkelerin menkul kıymetleri farklı olaylara maruz kaldıkları için getirileri arasındaki korelasyon düşüktür. Böylece yurtiçinde yapılan çeşitlendirme ile sağlanamayan risk-getiri profilli portföy çeşitlendirilmesi uluslararası yatırımlarla tamamlanmaktadır. (Faerber, 2008, 279; Levi, 2005, 322-323). Bu bakımdan Yabancı portföy yatırımlarını çekmek için yerel sermaye piyasalarının reformu ve sermaye kontrollerinin üzerindeki denetim ve kısıtlamaların kaldırılması ülkelerin kalkınma stratejilerinin

ayrılmaz bir parçasıdır. Dolayısıyla gelişmekte olan birçok ülkede sermaye piyasalarının geliştirilmesi bir öncelik haline gelmiştir.

Sermaye kontrollerinin gevşetilmesi ve birçok menkul kıymet piyasasında işlem maliyetlerinin düşmesiyle birlikte yabancı portföy yatırımları, küresel sermaye piyasalarının giderek daha önemli bir bileşeni ve alternatifi olmaya başlamıştır. Yabancı portföy yatırımları verimli risk paylaşımı ve nakit akışı uyumu gibi temel özelliklere sahiptir. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar tarafından küçük bir portföy değişikliği büyük kesintisiz akışlara yol açabileceğinden, tüm gelişmekte olan ülkeler için büyük bir dış finansman kaynağı olma potansiyeline sahiptirler (Errunza, 1993, 55). Yabancı portföy yatırımları ve geri ödemeler ilgili firmaların performansına endekslendiğinden, yerli ve yabancı yatırımcılar arasında risk paylaşımı açısından arzu edilen özelliklere sahiptir. Bu yatırımlar aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların genel yönetim teşvikleri ile firma değerinin artmasını sağlayan bir sermaye yapısına da yol açabilmektedir. Ayrıca yerel menkul kıymet piyasalarının daha fazla liberalleşmesini sağlayarak yerel kaynak seferberliğini ve tahsisini daha da geliştirip yerel sermaye piyasalarının verimliliği üzerinde faydalı etkilere sahip olabilmektedir. Yabancı portföy yatırımları; yatırımcıların yerel hisse senedi piyasalarındaki doğrudan hisse alımları, ülke fonları yoluyla yatırımlar, mevduat kuruluşları tarafından tutulan hisse senetleri üzerinde hak ihracı (Amerikan ve küresel mevduat sertifikalar (ADR'ler ve GDR'ler)) ve doğrudan yabancı sermaye teklifleri gibi çeşitli şekillerde olabilir (Claessens, 1993, 5-6).

Grafik 1: Yabancı portföy yatırımının rolü



Kaynak: (Errunza, 2001,709).

Grafik 1, sermaye piyasalarının entegrasyonu ile portföy yatırımlarının büyüme üzerindeki etkisini göstermektedir. Küreselleşme, sermaye piyasalarının daha da gelişmesine yol açmaktadır. Şekilde görüldüğü üzere portföy

yatırımları pazar geliştirme, kaynak mobilizasyonu ve küreselleşme gibi bir-biriyle ilişkili ve pekiştirici bir dizi etkiye sahiptir (Errunza, 2001, 709).

Yabancı yatırımcıların yabancı ülkelere yatırım yapma kararları farklı faktörlere bağlıdır. Önemli piyasa olayları ve şoklar, portföy yatırımlarını yönlendiren faktörleri etkilemektedir. Aşırı gerilim bölgedeki yatırımcıların paniğe kapılmasına ve fonlarını siyasi olarak güvenli olan herhangi bir ülke veya bölge dışına taşımalarına sebep olmaktadır (Haider vd, 2016,145). Beklenen getiri oranı, ülkenin siyasi istikrarı ile doğrudan bağlantılıdır. Yabancı yatırımcı yatırım kararını alırken politik istikrarı düşük ülke yerine politik istikrarı yüksek olan ülkeyi tercih eder.

3. Ekonomik özgürlük endeksi

Ekonomik özgürlük kavramından ilk olarak Adam Smith (1776) çalışmalarında bahsetmiş, daha sonra John Stuart Mill, Ludwig Von Mises, Friedrich A. Hayek, Milton Friedman ve Murray Rothbard gibi ekonomistler bu alanda çalışmalarıyla önemli katkılar sağlamışlardır (Lawson vd., 2017, 5). Friedman'a göre (1980), büyük bir toplumun ekonomik olarak tam potansiyele ulaşmasının en kesin yolu insanların kendi hayatlarını kendi değerlerine uygun olarak kontrol etme özgürlüğüne sahip olmalarıdır. Açıktır ki, ekonomik özgürlük karmaşık ve çok boyutludur (Gwartney ve Lawson, 2003, 409).

Ekonomik özgürlüğe kapsamlı bir bakış, malların ve hizmetlerin üretimi, dağıtımı ve tüketimine ilişkin tüm özgürlükleri ve hakları kapsamalıdır. Ekonomik özgürlük, insanların seçtikleri herhangi bir kişi ya da firmayla ticaret yapabilmeleri anlamına gelir. Başka bir deyişle, bireylerin ekonomik olarak özgür olan bir toplumda, devlet tarafından saygı duyulan ve korunan özgür iradeleri ile çalışma, üretme, tüketme ve kuralına göre istedikleri şekilde yatırım yapma hakkına sahip olmalarıdır (Miller ve Kim, 2010, 20). Ekonomik özgürlükte; bireysel yetkilendirme, ayrımcılık yapmama ve açık rekabet olmak üzere üç temel ilke mevcuttur. Ekonomik özgürlüğün teşvik ettiği rekabet, alınan mal ve hizmetlerin kalitesini artırıp ülkeleri sömürüye karşı korumaktadır (Zingales, 2003, 177).

1980'lerde bilim adamları ve çeşitli kuruluşlar ekonomileri ekonomik özgürlük derecelerine göre ölçmeye ve derecelendirmeye başlamışlardır. 1995 yılından itibaren Heritage Foundation ve Wall Street Journal tarafından "Ekonomik Özgürlük Endeksleri" yıllık olarak yayınlanmaya başlamıştır (O'Driscoll vd., 2001, 5) ekonomik Özgürlük Endeksi metodolojisi 12 bileşeni bulunan dört kategoriden oluşmaktadır ve 184 ülkede ölçümü yapılmaktadır. Her biri 0 ila 100 arasında derecelendirilen bileşenler aşağıda ait oldukları kategorilerde gösterilmiştir (Gwartney ve Lawson, 2003, 405-430);

-Hukukun üstünlüğü

Bu alan, mülkiyetin korunması, sözleşmenin uygulanması ve yasanın tarafsız uygulanması ile ilgili bir ülkenin hukuk sisteminin tutarlılığını ölçer. Bu başlık altında yer alan bileşenler şunlardır;

a. Mülkiyet hakları: Bir ülkenin ve bir bireyin mülkiyet haklarını yasal olarak koruma yeteneğinin kapsamını ele almaktadır.

b. Yargı etkinliği: Yasalara saygı gösterilmesini, yasal ihtiyaçların karşılanmasını ve ihlal edildiğinde uygun yaptırımların uygulanmasını sağlayan etkili ve adil adalet sistemlerine dayanmaktadır.

c. Yolsuzluk algısı: Hükümetin ne kadar güçlü olduğunu ve rüşvet, haraç, adam kayırma, kayırmacılık, patronaj, zimmete para geçirme ve rüşvet gibi uygulamaların ne kadar yaygın olduğunu incelemektedir.

-Devlet boyutu

Bu alanda hükümetlerin vergi ve harcama oranları ölçülmektedir. Hükümetlerin yüksek puan alabilmeleri için özellikle marjinal vergi oranlarının düşük olması gerekmektedir. Bu başlık altında yer alan bileşenler şunlardır;

a. Vergisel özgürlük: Kişisel ve kurumsal gelir üzerindeki marjinal vergi oranlarını ve GSYH'nin bir yüzdesi olarak doğrudan vergi ve dolaylı vergi dahil olmak üzere- genel vergilendirme düzeyini analiz etmektedir.

b. Kamu harcamaları payı: Devlet harcamalarının miktarını ve bunun sonucunda ortaya çıkan yükü analiz eder. Devlet tarafından yapılan tüketim ve çeşitli yetkilendirme programlarıyla ilgili tüm transfer ödemelerinden oluşmaktadır.

c. Mali sağlık: Bir hükümetin vatandaşlarına yeterli kamu hizmeti sağlama ve farklı yükümlülükleri yerine getirme yeteneğinin ölçülmesidir.

-Denetim verimliliği

Bu alanda faiz oranı kontrolleri (tefecilik yasaları), yabancıların banka mülkiyetine ilişkin kısıtlamalar, asgari ücretler, işyeri ruhsatı ve fiyat kontrolleri gibi düzenlemeler yer alır. Bu başlık altındaki bileşenler şunlardır;

a. Girişim serbestisi: Elektrik gibi faktörleri göz önünde bulundurarak bir işyeri açma, işletme ve kapatma maliyetini, süresini ve özgürlüğünü analiz etmektedir.

b. İstihdam serbestisi: Asgari ücret, işten çıkarmaları engelleyen yasalar, kıdem tazminatı gereklilikleri, işe alma ve çalışılan saatlerle ilgili ölçüle-

bilir düzenleyici kısıtlamalar gibi işçi haklarının müdahaleciliğini ve ayrıca işgücüne katılım oranını ölçmektedir.

c. Bağımsız para politikası: Fiyatların ne kadar istikrarlı olduğunu ve mikroekonomik değişkenlerin ne kadar etkisi olduğunu incelemektedir.

-Piyasa açıklığı

Bu alan, ülkelerin korumacı tarifeleri, kotaları, sermaye kontrolleri, gizli ithalat engelleri ile vatandaşların yabancı sermaye piyasalarına ve yabancıların yerli sermaye piyasalarına erişimini ölçmektedir. Bu başlık altında yer alan bileşenler şunlardır;

a. Ticari açıklık: Tarife ve tarife dışı engellerin ülke içinde ve dışında mal ve hizmet ithalatını ve ihracatını ne ölçüde etkilediğini ölçmektedir.

b. Yatırım serbestisi: Bireylerin ve firmaların yatırım sermayesi akışının ne kadar serbest veya kısıtlı olduğunu analiz etmektedir.

c. Finansal serbestlik: Bankacılık ve finans sektörünün hükümet kontrolünden ne kadar bağımsız olduğunu göstermektedir.

4. Literatür

Literatürde ekonomik özgürlük endeksi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi analiz eden birçok çalışma bulunmaktadır. Fakat portföy yatırımları ile ekonomik özgürlük endeksi arasındaki ilişkiyi inceleyen ve uluslararası alanda yapılan çalışma sayısı oldukça azdır.

Ullah vd. (2019) çalışmalarında, 2001-2017 arası dönemi kapsayan 184 ülkenin veri setini kullanmıştır. Örneklem gelir düzeyine göre; 74 yüksek gelirli ülke, 52 üst orta gelirli ülke, 32 düşük orta gelirli ülke ve 26 alt gelirli ülke olmak üzere üçe ayrılmıştır. Panel veri regresyon modelleri oluşturularak yapılan çalışma sonuçları ekonomik özgürlüğün yabancı portföy üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur.

Mangal ve Liu (2020) çalışmalarında 2012-2016 yılları arasını kapsayan dönem ait Caricom Tek Pazar ve Ekonomi üyesi ülkelerin verilerini kullanarak, ekonomik özgürlüğün yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamıştır. Panel veri analizi kullanılarak yapılan çalışma sonuçlarına göre, ekonomik özgürlüğün toplam yabancı portföy yatırımları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Rasiah vd. (2016) çalışmalarında 1995-2013 yıllarını kapsayan verilerle, Malezya ekonomik özgürlük endeksi ile Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsa Endeksi (FTSE Malezya KLCI) arasındaki ilişkiyi havuzlanmış en kü-

çük kareler yöntemini kullanarak incelemiştir. Bulgular, ekonomik özgürlük endeksinin hisse senedi getirileri üzerinde uzun dönemde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını göstermiştir.

Kılıcı (2019) Türkiye'nin 1995-2018 dönemini kapsayan ekonomik özgürlük endeksi ile BIST100 endeksi arasındaki nedensellik ilişkisini Fourier KPSS testini ve Fourier Granger nedensellik testini kullanarak analiz etmiştir. Çalışma sonucu ekonomik özgürlük endeksi ile borsa endeksleri arasında kısa dönemde nedensellik ilişkisinin olmadığını ortaya koymuştur.

5. Veri, yöntem ve bulgular

Araştırmada yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlar Tablo 1'deki gibidir.

Tablo 1: Değişken tanımları

Simge	Açıklama	Bağımlı/Bağımsız
YPY/K	Yabancı Portföy Yatırımı / Kişi Sayısı (Nüfus)	Bağımlı
GS	Girişim Serbestisi Endeksi	Bağımsız
DTS	Ticaret Serbestisi Endeksi	Bağımsız
VO	Vergisel Özgürlük Endeksi	Bağımsız
KHP	Kamu Harcamaları Payı Endeksi	Bağımsız
BPP	Bağımsız Para Politikası Endeksi	Bağımsız
YS	Yatırım Serbestisi Endeksi	Bağımsız
FS	Finansal Serbestisi Endeksi	Bağımsız
MH	Mülkiyet Hakları Endeksi	Bağımsız
YA	Yolsuzluk Algısı Endeksi	Bağımsız
IS	İstihdam Serbestisi Endeksi	Bağımsız
MS	Mali Sağlık Endeksi	Bağımsız
YE	Yargı Etkinliği Endeksi	Bağımsız

Tablo 1'de yer alan 128 ülkeye ait bağımlı ve bağımsız değişken veri setleri yatay kesit verileri kullanılarak oluşturulmuştur. 2019 yılı ekonomik özgürlük endeks değerleri www.heritage.org internet sitesinden alınmıştır. Yabancı yatırımcıların portföy yatırımlarını ülkelerin bir önceki dönem ekonomik özgürlük endeksi verilerini dikkate alarak yaptığını kabul ederek, ülkelerin 2020 yılına ait yabancı portföy yatırım değerleri bağımlı değişken olarak IMF'nin resmî sitesinden elde edilmiştir. Yine bağımlı değişken olarak alınan 2020 yılı nüfus bilgisi değerleri UNCTAD'ın resmî sitesinden (<https://unctadstat.unctad.org>) alınmıştır.

Araştırma kapsamında, 2019 yılına ait 128 ülkeden toplanan verilerin uç değer içerip içermediğinin incelenmesi amacıyla Z-Skor değerleri oluşturulmuş ve 3'ün üzerindeki Z-skor değerleri için uç değer tanımlamaları yapılmıştır. Yapılan uç değer araştırmasında 18 adet ülkenin mevcut veri seti için aşırı uç değer barındırdığı görülmüştür. Söz konusu uç değerlerin faktör analizinde şişirilmiş korelasyonlara, regresyon analizinde ise sahte regresyona neden olabileceği düşünülerek nedeniyle araştırma dışında bırakılmasına karar verilmiş ve 110 adet gözlem ile analizlere devam edilmiştir.

Araştırmada açıklayıcı değişken olarak yer alan değişkenler arasındaki ilişkiler incelendiğinde, değişkenler arasında oldukça yüksek korelasyon katsayılarının varlığı dikkat çekmiştir. Söz konusu korelasyon katsayılarının tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorununa neden olabileceği düşünülerek Varyans Büyütme Değerleri (VIF) incelenmiş ve tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorunun olduğu görülmüştür. Söz konusu sorunun çözülmesi için açıklayıcı değişkenler faktör analizine tabi tutularak değişkenlere dair üst yapıların oluşturulması suretiyle daha öz ve birbiri ile ilişkisiz değişkenler oluşturulmuştur.

Açıklayıcı faktör analizi, araştırmacının tek bir veri setindeki hangi değişkenlerin bir diğerlerinden nispeten bağımsız olarak tutarlı alt kümeleri oluşturduğunu keşfetmeyi amaçladığında kullandığı istatistiksel bir tekniktir. Birbiri ile ilişkili fakat büyük ölçüde değişkenlerin diğer alt kümelerinden bağımsız olan değişkenler faktörler olarak birleştirilirler. Faktörlerin değişkenler arasındaki korelasyonları oluşturan temel süreçleri yansıttıkları düşünülmektedir (Tabachnick ve Fidell, 2013, 612-613). Açıklayıcı faktör analizi öncesi Kaiser Meyer Olkin (KMO) örneklem yeterliliği değeri ile Bartlett küresellik test istatistikleri denetlenmiştir. Kaiser Meyer Olkin örneklem yeterliliği değeri, k maddeden oluşan mevcut örneğin fenomeni ölçmedeki benzerlerine göre yeterliliğini ortaya koyan bir değerdir. Değerin 0,5'ten büyük olması gerekir. Değerin 1'e yaklaşması mevcut ölçeğin fenomeni ölçmede yüksek yeterlilikte olduğu gösterir (Özdamar, 2016, 150-151).

Bartlett küresellik testi ise mevcut ölçeğin maddelerinin birbiri ile ilişkili olup olmadığını, ölçeğin en azından bir ya da daha fazla alt boyuttan oluşup oluşmadığını belirler. Bartlett küresellik testi olasılık değeri $p > 0.05$ ise ölçekteki maddelerin birbirinden bağımsız oldukları ya da yeterli korelasyon düzeyinde olmadıkları anlamına gelir. $p < 0.05$ düzeyi ise ölçeğin fenomenin alt boyutlarını ölçmede etkin olduğunu göstermektedir (Özdamar, 2016, 151). Faktör analizi sonrasında elde edilen 3 faktör ile çoklu doğrusal regresyon analizleri yapılmıştır. Çoklu doğrusal regresyon analizi esnasında değişen

varyans ve otokorelasyon sorunları denetlenerek söz konusu sorunların ortaya çıkaracağı etkinlik kayıplarının önlenmesi amacıyla HAC-NEWKEY-WEST dirençli standart hatalardan faydalanılmıştır (Gujarati ve Porter, 2009).

Araştırmada kullanılan değişkenlere ait betimsel istatistikler Tablo 2'deki gibidir.

Tablo 2: Değişken betimsel istatistikleri

Değişken	N	Min.	Maks.	S.S	S	K	Kolmogorov-Smirnov		
							D(110)	Sig.	
YPYK	110	-647.331	868.947	7.084	194.342	0.841	7.459	0.320***	0.000
MH	110	20.500	93.300	55.527	15.754	0.247	-0.595	0.069	0.200
YE	110	12.300	86.500	46.761	14.274	0.435	0.126	0.081*	0.070
YA	110	15.800	84.600	42.255	16.195	1.020	0.437	0.173***	0.000
VO	110	47.100	99.700	77.591	10.945	-0.393	0.188	0.073	0.200
KHP	110	3.900	96.500	64.306	19.727	-0.729	0.078	0.085*	0.050
MS	110	0.000	100.000	65.435	29.916	-0.801	-0.754	0.193***	0.000
GS	110	33.400	96.400	66.181	11.894	-0.166	-0.089	0.052	0.200
IS	110	33.100	89.200	60.576	11.664	0.176	-0.406	0.067	0.200
BPP	110	58.900	88.000	76.970	6.493	-0.596	-0.174	0.099**	0.010
DTS	110	50.400	95.000	76.308	9.515	-0.670	-0.258	0.102***	0.007
YO	110	10.000	90.000	61.545	17.619	-0.691	0.016	0.130***	0.000
FO	110	10.000	90.000	51.545	16.322	-0.241	-0.008	0.134***	0.000

***(%1), ** (%5), * (%10) anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezinin reddini ifade eder, Kolmogorov-Smirnov Testi için H_0 : Değişken normal dağılmaktadır. : Ortalama, S.S: Standart Sapma, S: Çarpıklık, K: Basıklık

Tablo 2 incelendiğinde değişkenlere ait minimum, maksimum, ortalama, standart sapma gibi merkezi dağılım ölçütleri ile birlikte normal dağılım test istatistikleri ve çarpıklık ve basıklık değerleri görülmektedir. Değişkenler normal dağılım testi bulguları bakımından değerlendirildiğinde YPYK, YE, YA, KPH, MS, BPP, DTS, YO ve FO değişkenleri için en az %10 anlamlılık düzeyinde Kolmogorov-Smirnov testi sıfır hipotezinin reddedildiği görülmüştür ($p < 0.10$). Daha açık bir ifade ile Kolmogorov-Smirnov testi doğrultusunda değişkenlerin normal dağılmadığı söylenebilir. Diğer yandan söz konusu değişkenlere ait çarpıklık katsayıları incelendiğinde ise tamamının mutlak değerce 1'den küçük olduğu görülmüştür. Literatür incelendiğinde söz konusu çarpıklık değerinin anlamlı bir çarpıklık değeri olmadığı ve parametrik yöntemlerden faydalanılmasının uygun olacağı düşünülmüştür (Tabachnick ve Fidell, 2013; Hair vd., 2013). Diğer yandan MH, VO, GS ve IS değişken-

leri için hesaplanan Kolmogorov-Smirnov test istatistikleri incelendiğinde ise en az %10 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezlerinin reddedilmediği görülmüştür ($p>0.10$). Daha açık bir ifade ile değişkenlerin normal dağılıma uyduğu söylenebilir. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkilerini incelemek üzere kurulacak çoklu doğrusal regresyon modeli önceki özellikle bağımsız değişkenler arasındaki ilişki düzeyinin incelenerek tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorununun olup olmadığı denetlenmelidir³. Değişkenler arasındaki korelasyon matrisi Tablo 3'te sunulmuştur.

Tablo 3: Değişkenler arası korelasyon matrisi

	YPY/K	MH	YE	YA	VO	KHP	MS	GS	IS	BPP	DTS	YO	FO
YPY/K	1.000	.010	.053	.054	-.130	-.218	-.121	.025	.020	-.018	-.001	.123	.120
	-	(.921)	(.584)	(.578)	(.177)	(.022)	(.208)	(.792)	(.838)	(.853)	(.994)	(.200)	(.211)
MH		1.000	.731	.809	-.200	-.395	.418	.705	.331	.432	.639	.600	.602
		-	(.000)	(.000)	(.036)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)
YE			1.000	.837	-.207	-.220	.339	.559	.336	.287	.427	.395	.365
			-	(.000)	(.030)	(.021)	(.000)	(.000)	(.000)	(.002)	(.000)	(.000)	(.000)
YA				1.000	-.212	-.350	.334	.651	.311	.400	.487	.557	.501
				-	(.026)	(.000)	(.000)	(.000)	(.001)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)
VO					1.000	.330	-.108	-.061	.226	-.196	-.075	-.262	-.117
					-	(.000)	(.263)	(.527)	(.017)	(.040)	(.436)	(.006)	(.224)
KHP						1.000	-.063	-.275	.065	-.136	-.359	-.296	-.258
						-	(.512)	(.004)	(.499)	(.157)	(.000)	(.002)	(.007)
MS							1.000	.334	.263	.264	.317	.314	.233
							-	(.000)	(.006)	(.005)	(.001)	(.001)	(.014)
GS								1.000	.325	.288	.523	.422	.439
								-	(.001)	(.002)	(.000)	(.000)	(.000)
IS									1.000	.173	.184	.221	.185
									-	(.070)	(.055)	(.021)	(.054)
BPP										1.000	.340	.564	.387
										-	(.000)	(.000)	(.000)
DTS											1.000	.475	.571
											-	(.000)	(.000)
YO												1.000	.714
												-	(.000)
FO													1.000
													-

Not: Parantez içleri korelasyon katsayısı anlamlılık (Sig.) değerlerini içermektedir.

³ Tama yakın çoklu doğrusal bağıntı (Multicollinearity): Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon ilişkilerinin yüksek olması sonucu ortaya çıkan ve katsayı, standart hata (dolayısıyla t istatistiği ve sig.) değerlerinin yanlış hesaplanması ile sonuçlanan bir regresyon tanımlama hatası.

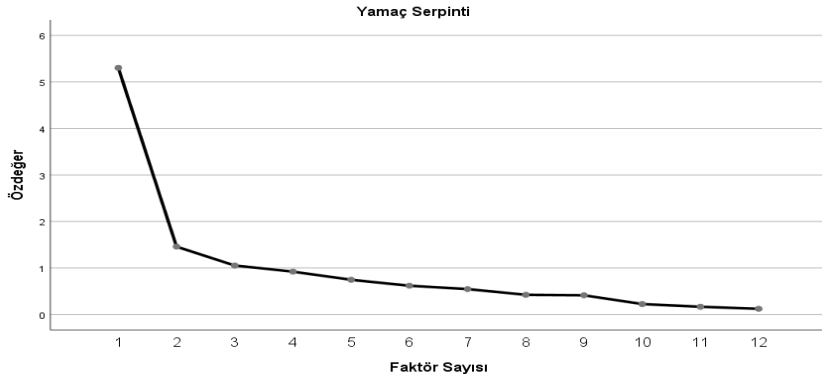
Tablo 3 incelendiğinde bağımlı değişken YPY/K ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının KHP dışındakilerin istatistiksel olarak anlamsız oldukları görülmektedir. Diğer yandan bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının ise 0.809'a ulaştığı görülmektedir. Regresyon modellerinde açıklayıcı değişkenler arasındaki yüksek dereceli korelasyon ilişkilerinin tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorununa neden olduğu bilinmektedir (Gujarati ve Porter, 2009, 319-323). Diğer yandan tama yakın çoklu doğrusal bağıntının başka bir göstergesi olan VIF değerlerinin oldukça büyük oldukları görülmüştür (Tablo 4).

Tablo 4: Varyans büyütme faktör (VIF) değerleri

Değişken	VIF
YE	3.774
YA	5.021
VO	1.382
KHP	1.413
MS	1.274
GS	2.009
IS	1.371
BPP	1.543
DTS	1.923
YO	2.914
FO	2.456

Bu bağlamda veri setinde yer alan açıklayıcı değişkenlerin açıklayıcı faktör analizi uygulaması yardımıyla kendileri ile ilişkili değişkenler ile birlikte üst yapılarının oluşturulması amaçlanmıştır. Açıklayıcı faktör analizi öncesi ideal faktör sayısına karar verebilmek amacıyla yamaç serpinti grafiğinin incelenmesinde fayda görülmüştür (Grafik 2).

Grafik 2: Yamaç serpinti grafiği



Grafik 2 incelendiğinde 1. ile 2. faktör arasında öz değer düşüşünün oldukça yüksek olduğu, 2. ile 3. faktör arasında da anlamlı bir öz değer düşüşü görülmektedir. Zira 3. faktörden sonra tüm faktörler için öz değer düşüşünün 1'in altında olduğu görülmektedir. Bu durumda değişkenlerin 3 faktörlü bir yapı ile kullanılmasının uygun olacağı söylenebilir.

Açıklayıcı faktör analizi bulguları Tablo 5'teki gibidir.

Tablo 5: Açıklayıcı faktör analizi bulguları

Değişken	Faktör			Açıklanan Varyans (%)	Kümülatif Varyans (%)
	F1	F2	F3		
YE	0.862				
YA	0.837				
MH	0.803				
GS	0.768			44.190	44.190
DTS	0.505				
MS	0.420				
YO		0.828			
BPP		0.769		12.166	56.356
FO		0.756			
VO			0.764		
KHP			0.674	8.777	65.133
IS			0.594		
Kaiser Meyer Örneklem Yeterliliği Ölçütü				KMO=0.850	
Bartlett Küresellik Testi				$\chi^2(66) \approx 675.345^{***}$	Sig. =0.000

*(%5) anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezinin reddini ifade eder, Bartlett Küresellik testi için H_0 : Maddeler arası ilişki düzeyi bir üst yapıyı açıklamak üzere yetersizdir. Ki-Kare Test istatistiği, (parantez içi test serbestlik derecesini içerir.) \approx : Yaklaşık değeri ifade eder, α : Cronbach's Alpha güvenilirlik katsayısı.

Yukarıdaki tablo incelendiğinde ölçeğin oldukça yüksek örneklem yeterliliğine sahip olduğu (KMO>0,8) ve ölçek maddeleri arasındaki ilişki düzeyinin bir üst yapıyı açıklamak üzere %5 anlamlılık düzeyinde yeterli seviyede olduğu görülmektedir. 3 faktörlü yapı tarafından açıklanabilen varyans oranının %65.133 olduğu görülmektedir. Bu oranın %50'nin üzerinde olması üst yapıların mevcut değişkenlere dair bilgileri içerme gücü bakımından olumlu bir bulgu olarak yorumlanabilir. Faktör puanları incelendiğinde tüm değişkenlerin 0.4'ün üzerinde faktör puanlarına sahip olduğu görülmektedir. Faktör analizleri sonrasında söz konusu değişken setinin 3 faktörlü bir yapı ile temsil edilebileceği görülmüştür. 3 adet faktörün açıklayıcı değişken, YPY/K de-

ğişkenin ise açıklanan değişken olarak tanımladığı çoklu doğrusal regresyon analizi bulguları Tablo 6'daki gibidir.

Tablo 6: Çoklu doğrusal regresyon analizi bulguları

Değişken	Standartlaştırılmamış β			t	Sig.	VIF
	Standartlaştırılmamış β	S.H ^{Robust}	Standartlaştırılmış β			
Sabit Terim	7.084	18.474	-	0.383	0.702	
Faktör 1	4.389	18.559	0.023	0.236	0.814	1.000
Faktör2	6.921	18.559	0.036	0.373	0.710	1.000
Faktör 3	-34.518	18.559	-0.178	-1.860*	0.066	1.000
Tansal İstatistikler						
WALD Test				F(3, 106)=1.218	Sig.=0.307	
Determinasyon				R ² =0.033	D.R ² =0.006	
White Heteroskedastise Testi				$\chi^2(09)=44.531\% = 44.531***$	Sig.=0.000	
Durbin Watson Otokorelasyon Testi				D.W=0.098		

*(%5) anlamlılık düzeyinde istatistiksel anlamlılığı simgeler, S.H: Standart Hata, HAC üst imi HAC-NEWY-WEST dirençli standart hataları ifade der, VIF: Varyans büyüme Faktörü, F: F Test İstatistiği, (parantez içi test serbestlik derecelerini içerir), F(S.D.1, S.D.2), D.R²: Düzeltilmiş Determinasyon Katsayısı

White Değişen Varyans testi bulgularına göre modelde %5 anlamlılık düzeyinde önemli bir değişen varyans sorununun olduğu görülmektedir. $\chi^2(09)=44.531, p<0.05$. %5 anlamlılık düzeyi, 3 bağımsız değişken ve 100 gözlem olduğu durum için Durbin Watson test istatistiğinin alt limiti 1.61'e eşittir. Hesaplanan Durbin Watson test istatistiğinin 1.61'den küçük olması, regresyon modelinden elde edilen hatalarda pozitif otokorelasyon olduğunu göstermektedir. Regresyon modelinden elde edilen hataların otokorelasyon içermesi tahmin edilen parametrelerin sapmasızlığını etkilemese de, parametrelerin etkinlik özelliğini kaybetmesine neden olur (Tarı vd., 2019,192). Regresyon modelinde görülen değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarından kaynaklanabilecek etkinlik kayıplarını önlemek amacıyla model, HAC-NEWY-WEST dirençli standart hatalar yöntemi ile tahmin edilmiştir. Tam yakın çoklu doğrusal bağıntı sorununu incelemek üzere hesaplanan varyans büyüme faktörü değerlerinin ise oldukça küçük olduğu görüldüğünden modelde tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorunu olmadığından emin olunmuştur (VIF<2).

Tahmin edilen katsayılar incelendiğinde;

1. Faktör ile ifade edilen ve YE, YA, MH, GS, DTS, MS değişkenlerini içeren faktörün YPY/K değişkeni üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde dahi

istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir ($\beta=0.023$, $p>0.10$).

2. Faktör ile ifade edilen ve YO, BPP, FO değişkenlerini içeren faktörün YPY/K değişkeni üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir. ($\beta=0.036$, $p>0.10$).

3. Faktör ile ifade edilen ve VO, KHP, IS değişkenlerini içeren 3. faktörün YPY/K değişkeni üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak önemli ve negatif bir etkisi saptanmıştır ($\beta=-0.178$, $p<0.10$).

Değişkenlerin birbiri ile aynı yönde korelasyona sahip değişkenler olduğu bilindiğinden söz konusu değişkenlerdeki artışın YPY/K'de azalışa, azalışların ise artışlara neden olduğu söylenebilir.

6. Sonuç

Kaynak ve fon ihtiyacı olan ülkeler, kaynak ve fon fazlası olan ülkelerin yatırımlarına ihtiyaç duyduklarında yatırım fırsatları meydana gelmektedir. Yabancı portföy yatırımının özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından tasarruf açığının kapatılmasında, cari açığın finansmanında ve döviz sağlanmasında önem taşıdığı görülmektedir. Bir taraftan gelişmekte olan ekonomiler yüksek ekonomik büyüme ve yurtiçi iş sektörlerinin finansman ihtiyaçlarının karşılanması için yabancı portföy yatırımına ihtiyaç duyarken diğer taraftan gelişmiş ekonomiler, varlıklarını sürdürebilmek için yabancı sermaye girişlerine ihtiyaç duymaktadır. Bu yüzden, Yabancı sermaye yatırımları, genel olarak ülke ekonomileri için bir yakıt görevi görür (Ullah vd., 2019, 828). Fakat yapılan çalışmalar daha yüksek düzeyde ekonomik özgürlüğe sahip olan ülkelerin yabancı yatırımcılar için daha cazip olduğunu göstermektedir.

Bu çalışmada 128 ülkenin ekonomik özgürlük endeksi verilerinin 12 bileşeninin aldığı skorlarla yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkinin ülke seçim kararındaki etkisi araştırılmış, bu amaçla faktör analizi ile birlikte çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Faktör analizi ve çoklu regresyon analizi bulguları birlikte değerlendirildiğinde ele alınan veri setindeki değişkenler için ülkelerin çekebildiği yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisi olan ekonomik özgürlük endeksi değişkenlerinin VO, KHP, IS olduğu ve söz konusu belirlenmenin negatif katsayı ile tanımlandığı görülmektedir.

Değişkenlerin birbiri ile aynı yönde korelasyona sahip değişkenler olduğu bilindiğinden söz konusu değişkenlerdeki artışın YPY/K'de azalışa, azalışların ise artışlara neden olduğu söylenebilir. YE, YA, MH, GS, DTS, MS, YO, BPP, FO değişkenleri ile YPY/K arasındaki ilişkilerin istatistiksel

olarak anlamsız oldukları görülmüştür. Bulgular toplam ekonomik özgürlük endeksinin yabancı portföy yatırımlarını etkilemediğini göstermektedir. Ayrıca, sonuçlar çeşitli bileşenlerin yatırımcıların ülke seçim kararında verimli olmadığını göstermektedir.

Çalışma sonuçlarına göre yatırımcıların portföy yatırım tercihlerinin ülke seçim kararında ekonomik özgürlük endeksinin ötesinde ülkelere ait farklı faktörlerinde etkili olduğu, mevcut ve potansiyel yatırımcıların olası uzun vadeli getirileri değerlendirirken ekonomik özgürlük endeksine göre yatırım yapmadıkları söylenebilir (Karagöz ve Yaşar, 2020, 48).

Kaynakça

- Bengoa, M. & Robles, B. (2003). Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America, *European Journal of Political Economy*, Volume 19, Issue 3, 529-545. [https://doi.org/10.1016/S0176-2680\(03\)00011-9](https://doi.org/10.1016/S0176-2680(03)00011-9).
- Blundell-Wignall, A. & Roulet, C. (2014). Capital controls on inflows, the global financial crisis and economic growth: evidence for emerging economies, *OECD Journal: Financial Market Trends* Volume 2013/2, 29-42. <https://doi.org/10.1787/19952872>.
- Claessens, S. (1993). Equity Portfolio Investment in Developing Countries: A Literature Survey, *World Bank Working Paper*, WPS-1089, 1-19.
- De Haan, J. & Sturm, J. (2000). On the relationship between economic freedom and economic growth, *European Journal of Political Economy*, Volume 16, Issue 2, 215-241. [https://doi.org/10.1016/S0176-2680\(99\)00065-8](https://doi.org/10.1016/S0176-2680(99)00065-8).
- Errunza, V. (1993). Capital Markets, Foreign portfolio investments and economic development, UNCTAD Discussion Paper 93-54499, Geneva (1993).
- Errunza, V., (2001). Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development, *Review Of International Economics*, 9(4), 703-726. [/doi.org/10.1111/1467-9396.00308](https://doi.org/10.1111/1467-9396.00308).
- Faerber, E. (2008), *All About Stocks*, Mc Graw Hill, Third Edition, Reno, NV, U.S.A.
- Friedman, M., & Friedman, R. D. (1980). *Free to choose: a personal statement*. New York: Harcourt Brace Jovanovich. ISBN 0-15-133481-1.
- Glaeser, E. L., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2004). Do institutions cause growth? *Journal of Economic Growth*, 9(3), 271-303. <https://doi.org/10.1023/B:JOEG.0000038933.16398>.
- Gwartney, J. D., Lawson, R. A. & Holcombe, R. G. (1999). Economic freedom and the environment for economic growth. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* (JITE), Vol. 155, No. 4, 643-663.
- Gwartney, J., & Lawson, R. (2003). The concept and measurement of economic freedom, *European Journal Of Political Economy*, Vol. 19(3), 405 – 430. [https://doi.org/10.1016/S0176-2680\(03\)00007-7](https://doi.org/10.1016/S0176-2680(03)00007-7).

- Gujarati, D., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics*. 5th edition, West Point: McGraw-Hill Education.
- Haider, M.A., Khan M.A. & Abdulahi, E. (2016). Determinants of foreign portfolio investment and its effects on China, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, No. 12, <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v8n12p143>.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J. & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate data analysis*. 7th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, England.
- Hakeem, M. M., & Suzuki, K. I. (2017). Foreign portfolio investment and economy: the network perspective, international journal of economics, *Finance and Business Management Studies*, 3(1), 15-26. <https://doi.org/10.48550/arXiv.1712.10274>.
- Haque, N., & Montiel, P. (1990). How mobile is capital in developing countries? *Economic Letters*, 33(4), 359-62. [https://doi.org/10.1016/0165-1765\(90\)90088-I](https://doi.org/10.1016/0165-1765(90)90088-I).
- Kılıcı, E. N. (2019). Analysis of the relationship between economic freedom index and stock market indices; evidence from Turkey. *Maliye ve Finans Yazıları*, (111), 117-134. <https://doi.org/10.33203/mfy.491636>.
- Karagöz, E., & Yaşar, E. (2020). Ekonomik Özgürlüklerin Doğrudan Yabancı Yatırımlara Etkisi: 125 Ülkeden Elde Edilen Bulgular, *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi* 2020 9(18) 39-50
- Lawson, A. R., Gwartney, J., & Hall, J. (2017). Economic freedom, economic freedom of the world: 2017 annual report, *Fraser Institute*, <https://www.econlib.org/library/Enc/EconomicFreedom.html>, Erişim tarihi: [02.08.2022].
- Levi, M.D. (2005). *International Finance*, Mc Graw Hill, Fourth Edition.
- Mangal, T. K., & Liu, D.Y. (2020). The impact of economic freedom on foreign portfolio investments: the case of the Caricom single market and economy, *Research in Business & Social Science IJRBS*, 9/2, DOI: <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v9i2.658>.
- Miller, T., Kim, A.B (2010). Chapter 2: Defining Economic Freedom, The Heritage Foundation <https://www.heritage.org/index/Index>, Erişim tarihi: [15.07.2022].
- Miller, T., & Kim, A. B. (2013). Defining economic freedom. *Miller AT, Holmes KR, Feulner EJ (Eds)*, 87-94.
- O'Driscoll Jr., G. P., Holmes, K. R., & Kirkpatrick, M. (2001). *Index of economic freedom*. Heritage Foundation, Washington, USA. <https://www.heritage.org/index/Index>, Erişim tarihi: [20.07.2022].
- Özdamar, K. (2016). *Ölçek ve test geliştirme yapısal eşitlik modellemesi*, IBM SPSS, IBM AMOS ve MINITAB Uygulamalı. Eskişehir: Nisan Yayın Evi.
- Rasiah, D., Ying, T. L., & Solarin, S. A. (2016). Economic freedom index and stock returns in Malaysia. *Theoretical & Applied Economics*, 23(1).
- Singhania, M. & Saini, N. (2018). Determinants of FPI in developed and developing countries. *Global Business Review*, 19(1), 187-213. [Doi.Org/10.1177/0972150917713280](https://doi.org/10.1177/0972150917713280).
- Tarı, R., Koç, S., & Abasız, T. (2019). *Ekonometri*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları 14.Baskı.
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2013). *Using Multivariate Statistics*. California: Pearson Education. Seventh Edition.

Ullah, H., Wahid, F., Mohmand, M. I. K., & Ali, A. (2019). Foreign portfolio investments and economic freedom: empirical investigation of the world countries grouping based on the level of income. *Review of Economics and Development Studies*, 5(4), 827-846. DOI:10.26710/reads.v5i4.899

Unctad (2022). Financial services and private sector: the future of export diversification in Africa, economic development in Africa report, 102-133, https://unctad.org/system/files/official-document/aldcafrica2022_en.pdf, Erişim tarihi: [20.07.2022].

Zingales, L. (2003). Financial markets and economic freedom, Proceedings, *Federal Reserve Bank of Dallas*, Issue Oct, 175-189.

İnternet kaynakları

<https://www.heritage.org>

<https://data.imf.org>

<https://www.heritage.org/index>

