



## Yabancı Portföy Yatırımlarının Firma Düzeyinde Belirleyicileri: Borsa İstanbul Örneği

Zekai Senol<sup>a</sup>, Tuba Gulcemal<sup>b</sup>

**Öz:** Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından yabancı portföy yatırımları cari işlemler açığının finansmanı, finansal piyasaların derinleşmesi, firma değerlerinin artırılması, yatırım kararlarının verilmesi açısından önem taşımaktadır. Yabancı yatırımcı oranı Borsa İstanbul'da (BİST) uzun yıllar %60'ın üzerinde gerçekleşmiştir. Bu nedenle yabancı yatırımcıların hangi firmalara yatırım yaptıkları, firmalarda hangi içsel faktörlere göre karar verdikleri merak konusudur. Bu çalışmada yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri firma düzeyinde araştırılmıştır. BİST imalat alt sanayilerinden Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları sektörü ile Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler sektöründen olmak üzere toplam 41 firmanın 2009 – 2019 dönemine ait verilerinden yararlanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre Tobin's Q firma değerinin yabancı yatırımcı oranını pozitif yönde etkilediği, öte yandan pay getirisi ve pay başı hacim değişkenlerinin yabancı yatırımcı oranını negatif etkilediği belirlenmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** Yabancı Portföy Yatırımları, Yerli Yatırımcılar, Borsa İstanbul

**JEL:** G11, G10, C33

**Geliş** : 14 Aralık 2021  
**Düzeltilme** : 23 Şubat 2022  
**Kabul** : 14 Haziran 2022

**Tür** : Araştırma

## The Determinants of Foreign Portfolio Investments Based on Firm Levels: The Example of Borsa Istanbul

**Abstract:** Foreign portfolio investments are critical for developing countries such as Turkey in terms of financing the current account deficit, deepening financial markets, increasing firm values, and making investment decisions. For many years, the percentage of foreign investors in Borsa Istanbul (BIST) has been greater than 60%. As a result, it is interesting to see which firms foreign investors invest in and how they make decisions in firms based on internal factors. The determinants of foreign portfolio investments are investigated at the firm level in this study. For the period 2009-2019, data from 41 firms in the BIST manufacturing sub-industries of Metal Goods, Machinery, Electrical Devices, and Transportation Vehicles, as well as Chemical, Pharmaceutical, Petroleum, Tire and Plastic Products, were used. According to the results of the study, it has been determined that Tobin's Q firm value affects the foreign investor ratio positively, while the stock return and volume per share variables affect the foreign investor ratio negatively.

**Keywords:** Foreign Portfolio Investment, Domestic Investors, Borsa İstanbul

**JEL:** G11, G10, C33

**Received** : 14 December 2021  
**Revised** : 23 February 2022  
**Accepted** : 14 June 2022

**Type** : Research

**Cite this article as:** Senol, Z., & Gulcemal, T. (2022). Yabancı portföy yatırımlarının firma düzeyinde belirleyicileri: Borsa İstanbul örneği. *Business and Economics Research Journal*, 13(3), 435-448. <http://dx.doi.org/10.20409/berj.2022.382>

The current issue and archive of this Journal is available at: [www.berjournal.com](http://www.berjournal.com)

<sup>a</sup> Assoc. Prof., PhD., Sivas Cumhuriyet University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Finance and Banking, Sivas, Türkiye, zsenol@cumhuriyet.edu.tr (Corresponding Author)

<sup>b</sup> Asst. Prof., PhD., Sivas Cumhuriyet University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Finance and Banking, Sivas, Türkiye, tgulcemal@cumhuriyet.edu.tr

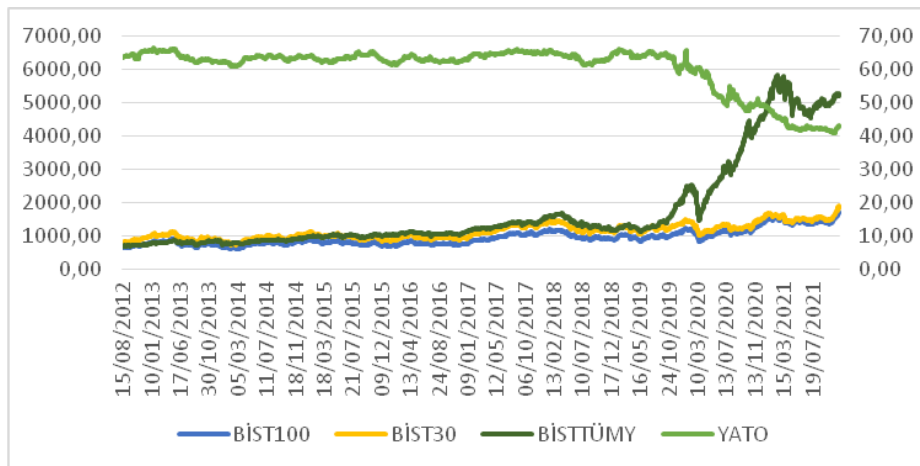
## 1. Giriş

Yabancı takas oranı, yabancı ve yerli yatırımcıların ulusal piyasalarda yatırım yapılabilirlik üzerine bakış açısını göstermektedir. Bir ülkeye yatırım yaparken yabancı takas oranı, ülke kredi derecelendirme notları ve CDS (credit default swap/kredi temerrüt swapı) primleri oldukça önemli göstergelerdir. Türkiye gibi tasarruf miktarının yeterli olmadığı ülkelerde yatırım projelerinin finansmanında yabancı sermayeye ihtiyaç duyulması ve yabancı sermayenin ülkeye çekilmesinde yabancı yatırımcıların hangi firmaları hangi kriterlere göre seçtiği, firmalar ve politika yapıcılar için oldukça önemlidir. Yabancı yatırımcı sayısının artması işlem miktarını artırmakta, o ülkenin menkul kıymet borsasının daha likit ve derin dolayısıyla o piyasanın daha etkin olmasına katkıda bulunmaktadır. Piyasaların daha etkin olması varlık fiyatlarının olması gereken değeri ile gerçekleşen fiyatı arasındaki farkı azaltacağından, sermaye dağılımının da etkin olmasını sağlayacaktır. Yerli ve yabancı olmak üzere piyasalardaki yatırımcı sayısının artması pay senedi fiyatlarındaki volatilitelerin azalmasına ve daha istikrarlı fiyat seviyelerinin oluşmasına imkân sağlamaktadır.

Yabancı portföy yatırımları, sermaye tabanını ve risk havuzunu genişletme yoluyla sermaye maliyetini azaltma, dolaylı yollardan olmak üzere de kurumsal yönetim, piyasa etkinliği ve yenileşmeye katkı sağlama gibi etkilere sahiptir. Öte yandan yabancı portföy yatırımları, spekülasyon özelliklerinden dolayı piyasaları istikrarsızlaştırıcı yönde kaygılara da yol açabilmektedir (Badhani ve Kumar, 2020: 24).

Literatürdeki genel görüş yabancı portföy akımlarının döngüsel olduğu ve uluslararası krizlere karşı savunmasız olduğu yönündedir. Sıcak para olarak da nitelendirilen yabancı portföy yatırımları ani sermaye akımlarının ve finansal şokların sebebi olarak görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ise projenin devamında yabancı yatırımcının da payı olması nedeniyle krizlere karşı daha dirençlidir, bu nedenle de sanayileşmede hızlı ve temelden, istikrarlı bir kalkınma motoru olarak görülmektedir. Bununla birlikte, sermaye akımları ve bunların bileşenleri özellikle gelişmekte olan ekonomileri ve sanayileşmiş dünyayı bile istikrarsızlığa iten yerel ve uluslararası krizlerden etkilenmektedirler. Özellikle gelişmekte olan ekonomiler döviz kurlarındaki artışı önlemek veya bunun sonuçlarıyla başa çıkmak için büyük politika değişikliklerine başvurumaktadırlar. 1990'larda yaşanan ardışık krizlerden ve 2008 yılında yaşanan finansal krizden beri, bu tür uluslararası çalkantıların daha küçük ekonomiler üzerinde yarattığı yapısal kırılmalar sermaye akımlarının birleşimini ve sermaye akımlarıyla temel faktörler arasındaki ilişkiyi de değiştirmektedir. Krizlerin öngörülemezliği ve tetikleyen faktörlerin açık bir şekilde anlaşılabilmesi nedeniyle krizleri modellemek zordur.

**Şekil 1.** BİST100, BİST30, BİSTTÜMY ve Yabancı Takas Oranı (YATO)



Kaynak: Foreks FXPlus Veri Platformu.

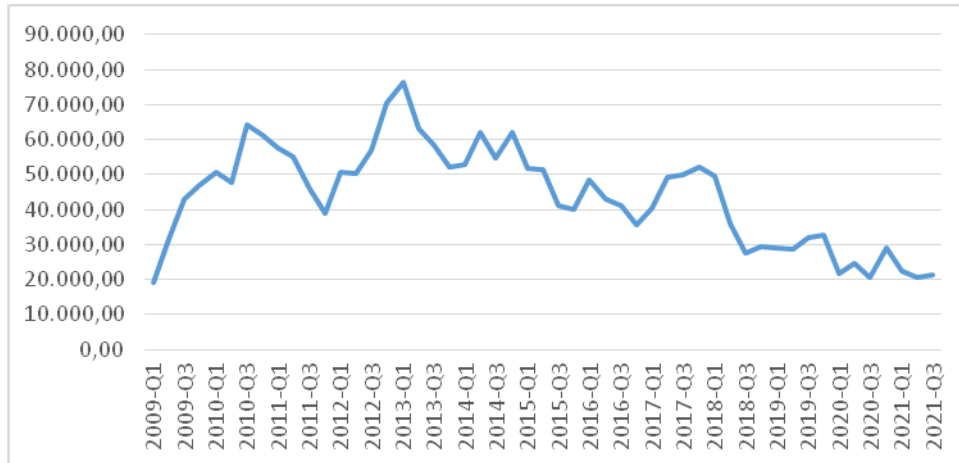
Gelişmekte olan ülke özellikleri gösteren Türkiye ekonomisi ve Türk finansal sistemi sağlam ve sürdürülebilir temellere yeterince oturtulmadığından dolayı Türkiye'de 1994, 2000 ve 2001 krizleri başta olmak üzere bazı finansal sorunlarla karşılaşmıştır (Şenol, 2020: 159). Türkiye'de 1990 sonrası yaşanan

finansal krizlerin temel sebepleri kamu finansman açığı ve cari işlemler açığı olmuştur (Oktar ve Dalyancı, 2010: 12). Ulusal piyasalardan ani yabancı sermaye çıkışlarının kur krizlerine neden olduğu, 1997 Asya krizi ve Türkiye krizleri örneklerinde görülmüştür. Bu nedenle ülke ekonomileri açısından istikrarlı yabancı sermaye hareketleri sağlayacak koşulların sağlanması önemlidir (Şenol, 2020: 180).

Şekil 1’de yabancı takas oranının 2019 yılı sonuna kadar %65 civarında olduğu, 2020 yılından sonra yabancı takas oranında meydana gelen azalma ile oranın %42 seviyelerine kadar indiği görülmektedir. Yabancı takas oranı ile endeksler arasındaki ilişkiye bakıldığında yabancı takas oranı azalırken Borsa İstanbul (BİST) 100 ve BİST30 endekslerinin yatay, yatay negatif veya yatay pozitif seyirler izlediği, buna karşın BİSTTÜMY endeksinin önemli bir yükseliş sergilediği görülmektedir. Bu görüntü yabancı yatırımcıların BİST30 ve BİST100 endeksine dahil paylarda yatırım yaptıkları buna karşın BİST100 endeksine kayıtlı şirketlerin dışındaki şirketlerden oluşan BİSTTÜMY endeksine kayıtlı firma paylarında yatırımlarının pek olmadığı, BİSTTÜMY senetlerinde yerli yatırımcıların yoğunlaştığı anlamına gelebilir.

Şekil 2’de yabancı yatırımcıların Türkiye’de pay senetlerine yaptıkları yatırımlar görülmektedir. 2013 yılında ABD Merkez Bankası (FED) başkanı Ben Bernanke’nin tahvil alımlarını azaltacağını açıklamasından sonra tüm gelişmekte olan piyasalarda olduğu gibi Türkiye’ye de uluslararası piyasalardan gerçekleşen pay senedi yatırımlarının azalmaya başladığı görülmektedir. Şekil 1 ve 2 birlikte değerlendirildiğinde, yabancı yatırımların 2013 yılından itibaren azalmasına rağmen yabancı takas oranının 2020 yılı başından itibaren göreceli azalmasının önemli sebeplerinden birisi de yerli yatırımcı sayısının 2020 yılından itibaren artış göstermesi olabilir. 2020 yılının başında 1,2 milyon olan yatırımcı sayısı 18 Kasım 2021 tarihi itibarıyla 2,4 milyon yatırımcıya ulaşmıştır (Merkezi Kayıt Kuruluşu). Bu nedenle yabancı yatırımcı oranı, artan yerli yatırımcı sayısı karşısında göreceli olarak azalmıştır. Yani yabancı yatırımcı oranındaki azalışın bir nedeni de toplam yatırımcı içinde yerli yatırımcı oranının artması karşısında göreceli olarak yabancı yatırımcı oranının azalmasıdır.

**Şekil 2.** Türkiye’ye Yapılan Yabancı Pay Senedi Yatırımları (Milyon ABD Doları)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).

Bu çalışmanın amacı firma bazında imalat sektöründe yabancı yatırımcı oranlarını etkileyen firmaya özgü faktörleri belirlemek, yerli yatırımcı oranı ile yabancı yatırımcı oranları arasındaki farklılıkları ortaya çıkaran etkenleri açığa kavuşturmak, yabancı yatırımcı çekmek isteyen firmalar ile yabancı yatırımcı eğilimlerini belirleyerek strateji oluşturmak isteyen portföy sahiplerine ve portföy yöneticilerine bilgi sağlamaktır. Bu çalışmada, literatürdeki Liljebloom ve Löflund (2005), Knill (2010), Knill ve Lee (2014), Yıldız ve Karan (2016) ve Badawi, Qudah ve Rashideh (2019) çalışmalarından farklı olarak, FAVÖK marjı, Tobin’s Q, halka açıklık oranı gibi değişkenler çalışmaya eklenerek çalışmaya özgünlük katılmaya çalışılmıştır. Çalışmada giriş bölümünü takiben konuyla ilgili yapılmış çalışmaların bulgularının değerlendirildiği literatür bölümüne yer verilmiştir. Üçüncü bölümde kullanılan veri ve analiz yöntemi hakkında bilgi verildikten sonra, dördüncü

bölümde elde edilen bulgular yorumlanmıştır. Sonuç bölümünde ise çalışma kısaca özetlenerek, ampirik bulgular çerçevesinde değerlendirmeler yapılmıştır.

## 2. Literatür

Yabancı ve yerli yatırımcı oranlarını pozitif veya negatif etkileyen faktörlerin farklı ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip ülke borsalarında incelendiği kategorik çok sayıda çalışma olmasına rağmen, yabancı yatırımcıların firma tercihlerinin nedenlerinin araştırıldığı çalışma sayısı azdır.

Yabancı yatırımcı kararlarını etkileyen değişkenlerin firma bazında belirlenmesine yönelik Kang ve Stulz (1997) tarafından Japonya Borsası için yapılan çalışmada yabancı yatırımcıların firma tercihlerini en çok etkileyen faktörün firmaların piyasa değeri olduğu tespit edilmiştir. Dahlquist ve Robertsson (2001) İsveç Borsası'nda yabancı yatırımcıların firma tercihi kararlarında hangi değişkenlerin etkili olduğunu inceleyerek, yüksek piyasa değerine ve cari orana sahip firmaların tercih edildiği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, İsveç Borsası'nda işlem gören firmaların temettü oranı ile yabancı yatırımcı oranı arasında negatif ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Froot, O'connell ve Seasholes (2001)'in yaptıkları çalışmada, yabancı yatırım girişlerinin gelişmekte olan piyasalarda gelecekteki getiriyle pozitif ilişkili olduğu, gelişmiş piyasalarda ise pozitif getiri tahmini yapılamadığı yönünde bulgular elde etmişlerdir. Bunun yerine daha uzun vadede, gelişmiş piyasalardaki getirinin yabancı yatırım girişinden sonra negatif olacağını ileri sürmüşlerdir.

Liljebloom ve Löflund (2005) Finlandiya Borsası'nda 1993 yılında yabancı yatırımlar için olan kısıtlamaların kaldırılmasından itibaren 1993-1998 yıllarını esas alarak, yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini incelemişlerdir. Araştırma döneminde Fin Borsası'nda yabancı yatırımcıların toplam piyasa değeri içindeki payı artarak Eylül 1998'de %53'e ulaşmıştır. Şirketlere özgü veri kullanılarak yabancı sahipliğinin temettü verimi, likidite ve firma büyüklüğü değişkenleriyle temsil edilen yatırım engeliyle ve karlılık veya riskle ilişkili değişkenlerle anlamlı bir şekilde ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Portföy performansı analizinde ise yabancı veya yerel yatırımcılar grubunun birinden diğerine anlamlı bir farklılık bulunamamıştır. Diğer taraftan başka bir grup araştırmacı özellikle gelişmekte olan piyasalarda yabancı kurumsal yatırımcıların yerel yatırımcılara göre daha iyi performans göstermelerine yardımcı olan geniş bir fon tabanına, yeteneğe, daha gelişmiş yatırım araçlarına sahip olduğunu ileri sürmüşlerdir (Chiao, Cheng ve Shao, 2006).

Albuquerque, Bauer ve Schneider (2009) yabancı yatırımcıların pek çok ülkede eş zamanlı alım satım yapabilmesine olanak sağlayan bazı özel bilgilere sahip olduklarına dair uluslararası piyasalarda bir alım satım teorisi önermişlerdir. Bu düşünceyi destekleyen ampirik çalışmalardan bazıları Froot vd. (2001)'nin gelişmekte olan piyasalar için; Bailey, Mao ve Sirodom (2007)'un Tayland ve Singapur borsaları için; Froot ve Ramadorai (2008)'nin 25 ülkenin kapalı uçlu yatırım fonu için yapmış olduğu çalışmalardır. Bu çalışmaların sonuçlarına göre de yabancı yatırımcılar yerel yatırımcılardan daha yüksek getiri elde etmektedirler. Knill (2010) 43 ülke örneklemeyle 1996-2007 dönemi için, borsalara kayıtlı küçük firmaların verileriyle yaptığı çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının firmaların menkul kıymet ihraç olasılıklarını artırdığı, dolayısıyla yabancı portföy yatırımlarının küçük ölçekli firmaların finansmana ulaşma imkanlarını artırdığı bulgusuna ulaşmıştır.

Türkiye'ye yapılan yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri, Erataş ve Öztekin (2010) tarafından yapılan çalışmada 1995-2009 yılları arası veri kullanılarak ARDL yöntemiyle araştırılmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre uzun dönemde yabancı portföy yatırımları ile reel faiz oranı pozitif ilişkiliyken, kısa dönemde yabancı portföy yatırımları ile reel faiz oranı negatif ilişkili çıkmıştır. Yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru arasında da negatif bir ilişki olduğu ortaya konmuştur. Yine başka bir çalışmada, Uctum ve Uctum (2011) Türkiye'ye yönelik doğrudan ve portföy yatırım akımlarını etkileyen makroekonomik ve finansal faktörleri, içsel bir kırılma analizi kullanarak ve ülkeye özgü risk göstergeleriyle ekonomik, finansal ve politik belirsizliği de dahil ederek 1998-2012 dönemi için incelemişlerdir. Sermaye akımlarının birleşimini etkileyen üç tane içsel kırılma tanımlamışlardır; 1998 yılındaki Rusya Krizi, 2000 yılındaki yerel bankacılık krizi ve Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne katılım müzakerelerine tekabül eden 2005-2006 dönemidir. Hem yabancı portföy akışlarının hem de doğrudan yabancı yatırım akışlarının yerel bankacılık krizinden ve piyasalardaki oynaklıktan zarar gördüğü

tespit edilmiştir. Yabancı portföy yatırımları, diğer krizlerden ziyade 2000 krizine daha fazla tepki verirken, doğrudan yabancı yatırımlar ise 2005 kırımına daha güçlü tepki vermiştir.

Yabancı yatırımcılar yerel piyasa hakkında yerel benzerleri kadar bilgi sahibi olmadıklarından yatırımlarında daha az getiri elde etmelerine yol açan bilgi asimetrisiyle karşılaşmaktadırlar. Leuz, Lins ve Warnock (2008) ve Ferreira, Matos, Pereira ve Pires (2017), yerel yatırımcı olma avantajının daha ziyade piyasa çalkantılarının olduğu dönemlerde ve likit olmayan hisselerde ortaya çıktığı sonucuna ulaşmışlardır. Bilgi asimetrisi de yatırımcıların yabancı piyasalardan ziyade yerel yanlılıktan kaynaklanmaktadır (Karolyi ve Stulz, 2003). Yabancı yatırımcıların yerel yatırımcılara göre daha düşük bir oranda getiri elde ettiklerini doğrulayan Choe, Kho ve Stulz (2005)'un Kore'de, Teo (2009)'nun Asya'da, Shukla ve Inwegen (1995)'in ABD'de yapmış olduğu çalışmalar mevcuttur.

Bu konuda Türkiye'de Yıldız ve Karan (2016) tarafından 2005-2014 dönemine ait BİST'e kote 151 finansal olmayan firma örnekleminde yapılan çalışmada, yabancı takas oranını piyasa değeri kriterinin pozitif, buna karşın kar payı, hacim ve likidite değişkenlerinin negatif etkilediği görülmüştür. Ustaoglu (2021) tarafından yapılan, gelişmiş ve gelişmekte olan 28 ülkenin 2000-2017 dönemine ait büyüme, enflasyon, döviz kuru, reel faiz oranı gibi makroekonomik değişkenlerin yanısıra finansal gelişme, ekonomik özgürlük, kurumsal kalite değişkenlerinin de açıklayıcı değişkenler olarak yer aldığı sistem GMM tahmincisi kullanarak analiz ettiği model sonuçlarına göre yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler için farklılaşmaktadır. Her iki ülke grubu için ortak olan bulgu; ülkedeki döviz kurunun, finansal gelişme düzeyinin ve ülkelerin ekonomik özgürlük seviyelerinin o ülkedeki yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri olduğudur. Çalışmada analize dahil edilen gelişmekte olan ülkeler grubunda Türkiye yer almamaktadır. Elde edilen bulgulara göre gelişmekte olan ülkelerde yüksek faiz oranı ve finansal gelişmişlik ülkeye giren yabancı portföy yatırımlarını arttırmaktayken reel döviz kuru yabancı portföy yatırımlarını azaltmaktadır.

Badawi vd. (2019) Suudi Arabistan borsasına kayıtlı finansal olmayan firmalardan elde edilen 2015 yılına ait verilerle yaptıkları çalışmada yabancı sahiplik oranını kamu mülkiyetine sahip olma ve likiditenin negatif, buna karşın maddi olmayan varlıkların pozitif etkilediği bulgusuna ulaşmışlardır. Badhani ve Kumar (2020) Hindistan'da yabancı portföy yatırımcılarının (yabancı ve kurumsal yatırımcılar) piyasa zamanlamasını incelemişlerdir. Elde edilen bulgulara göre, yabancı kurumsal yatırımcılar üstün bir piyasa zamanlama becerisine sahip değillerdir. Yine başka bir çalışmada, Huang, Tang ve Huang (2020) Çin Borsası'ndaki yabancı yatırımların firmalara özgü ani gerçekleşen krizlerden etkilenip etkilenmediğini, etkileniyorsa da nasıl etkilendiğini incelemişlerdir. Yabancı yatırımcıların anlamlı bir şekilde hisse fiyatlarındaki ani düşüşleri arttırdığı ve yüksek seviyede bilgi asimetrisi olan veya iç kontrolü etkin firmalarla pozitif bir ilişkide olduğunu ortaya koymuşlardır. Yabancı yatırımcılar kötü haberlerle hisseleri elde tutmanın maliyetli ve zor olması nedeniyle eşiği düşürebilmektedirler.

### 3. Yöntem ve Veri

Bu çalışmada ekonometrik modellerin tahmininde panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Panel birim kök testleri birimler arası korelasyonun varlığı altında birinci nesil ve ikinci nesil birim kök testleri şeklindedir. Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılığının testi için LM test istatistiği geliştirmiştir:

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \rho_{ij} \right) \quad (1)$$

Pesaran (2015a) düzeltilmiş CD testi ile birimler arası korelasyonların kuvvet tahminini ortaya koyan bir test geliştirmiştir:

$$CD = \left[ \frac{TN(N-1)}{2} \right]^{1/2} \rho_n \quad (2)$$

Fisher genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) ve Fisher Philips ve Perron panel birim kök testleri sırasıyla aşağıdaki gibidir (Yerdelen Tatoğlu, 2013: 215):

$$\lambda = -2 \sum_{i=1}^N \ln(P_i) \rightarrow \chi_2^2 N \quad (3)$$

$$Z = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N (-2\ln(P_i) - 2) \rightarrow N(0,1) \quad (4)$$

Pesaran (2007) ADF serisine birinci farklar ve gecikme değerlerini kullanarak yatay kesit genişletilmiş Dickey Fuller (CADF) test istatistiği elde etmiştir:

$$CIPS = N^{-1} \sum_{i=1}^N CADF_i \quad (5)$$

Panel veri modellerini tahmin etmede birimler arası korelasyon olması durumunda birimler arası korelasyonu dikkate alan heterojen tahmincilerin kullanılması uygundur. Bu nedenle, bu tahmincilerden biri olan ortak faktörler yardımıyla birimler arası korelasyonu kontrol eden genişletilmiş ortalama grup tahmincisi (AMG) kullanılmıştır. AMG tahmincisinde, birimlere özgü regresyonlarda ortak dinamik sürecin dahil edilmesi ile yatay kesit bağımlılığı hesaba katılmaktadır.

İlk aşamada, birinci farklar havuzlanmış regresyon T-1 adet zaman gölge değişken katsayıları ile genişleterek bu katsayıların tahminleri elde edilmiştir (Tatoğlu, 2018, 81-82):

$$\Delta Y_{it} = b' \Delta X_{it} + \sum_{t=2}^T c_t \Delta D_t + e_{it} \rightarrow \hat{c}_t \equiv \hat{\mu}_t \quad (6)$$

Daha sonra  $\hat{\mu}_t$ , birimlere özgü regresyonların her birine dahil edilerek model tahmin edilmektedir:

$$Y_{it} = a_i + b' X_{it} + c_i t + d_i \hat{\mu}_t + e_{it} \quad (7)$$

$\hat{\mu}_t$  'in her birime ortak bir sürecin uygulandığının göstergesi olarak bağımlı değişkenden farkı alınmaktadır.

Son aşamada da her iki durumda genişletilmiş ortalama grup tahmincisi, Pesaran ve Smith (1995) yaklaşımı kullanılarak elde edilmiştir:

$$\hat{b}_{AMG} = N^{-1} \sum_i \hat{b}_i \quad (8)$$

Çalışmada yabancı yatırım oranlarını etkileyen faktörlerin firma düzeyinde belirlenmesi amaçlanmıştır. Örneklem olarak imalat sanayi alt sektörlerinden Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları sektörü ile Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2009-2019 yıllarına ait verileri esas alınmıştır. Analizde kullanılan değişkenler, Merkezi Kayıt Kuruluşu, Kamuyu Aydınlatma Platformu, Finnet Mali Analiz, Foreks FxPlus ve Refinitive Eikon & Datastream veri tabanlarından alınmıştır. Araştırmanın yapıldığı dönemde Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları sektöründe 32 ve Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler sektöründe 36 firma faaliyette bulunmaktadır. 2009 yılına kadar gidildiğinde sektörlerde sürekli faaliyette bulunan firma sayısı önemli derecede azalmaktadır. Örneklem firma sayısının azalmaması amacıyla birbirine yakın faaliyet alanı olan ve imalat sanayi alt kolu olan iki sektör seçilmiştir. Bu çerçevede analiz süreçleri 41 firma verileri üzerinden yürütülmüştür.

**Tablo 1.** Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

Değişkenlerin Kısaltmaları	Değişkenler	Açıklama
YAYO	Yabancı Yatırımcı Oranı	Yabancı Halka Açık Bakiye/Toplam Halka Açık Bakiye
HAO	Halka Açıklık Oranı	Toplam Halka Açık Bakiye/Toplam Sermaye
AKTİF	Firma Büyüklüğü	Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması
DEĞER	Piyasa Değeri	Toplam Pay Sayısı x Bilanço Tarihindeki Pay Kapanış Fiyatı
AKO	Aktif Karlılık Oranı	(Dönem Net Karı/Zararı) / Varlıklar Toplamı
OKO	Özkaynak Karlılık Oranı	(Dönem Net Karı/Zararı) / Özkaynaklar Toplamı
FAVÖK	FAVÖK Marjı	((Net Esas Faaliyet Karı/Zararı) + (Amortisman Giderleri + İtfa ve Tükenme Payları)) / Net Satışlar x 100
KALDIRAÇ	Kaldıraç Oranı	Toplam Borçlar/Varlıklar Toplamı
CARİ	Cari Oran	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler Oranı
TBNQ	Tobin's Q Oranı	(Piyasa Değeri + Toplam Yükümlülükler) / Varlıklar Toplamı
PDDD	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	Piyasa Değeri/Defter Değeri
F/K	Fiyat Kazanç Oranı	Pay Senedi Piyasa Fiyatı / (Hisse Başı Kar/Zarar)
HBK	Hisse Başı Kazanç	Net Kar / Hisse senedi sayısı
AÇIKLIK	Dışa Açıklık Oranı	Yurt Dışı Satışlar/Toplam Satışlar
GETİRİ	Yıllık Getiri	(Pay Senedi Piyasa Fiyatı <sub>t</sub> – Pay Senedi Piyasa Fiyatı <sub>t-1</sub> ) / Pay Senedi Piyasa Fiyatı <sub>t-1</sub>
HACİM	İşlem Hacmi	Pay Senedi Toplam İşlem Hacmi
HBH	Pay Başı Hacim	Pay Senedi Toplam İşlem Hacmi/Pay Senedi Toplam Sayısı

Firmalardaki yabancı yatırımcı oranlarının belirlenmesi için Merkezi Kayıt Kuruluşundan (MKK) elde edilen yabancı takas oranları kullanılmıştır. Yabancı yatırım oranlarını etkileyebilecek performans, hacim, likidite, finansal yapı gibi kriterlerden 17 değişken oluşturulmuştur. Değişkenlerin belirlenmesinde ilgili literatür dikkate alınmış, literatürde kullanılan değişkenlerin elde edilebilenleri kullanılmış, değişkenlerin sayısı ve kapsamı bakımından literatüre göre bazı farklılıklar oluşturulmuştur. Literatürdeki Liljeblo ve Löflund (2005), Knill (2010), Knill ve Lee (2014), Yıldız ve Karan (2016) ve Badawi vd. (2019)'nin çalışmalarından farklı olarak FAVÖK marjı, Tobin's Q, halka açıklık oranı gibi değişkenler ekonometrik modellere dahil edilerek daha geniş perspektiften yabancı yatırımcı oranının belirleyicileri tespit edilmeye çalışılmış, ayrıca hacim ve değer gibi değişkenler alternatifli olarak modellerde temsil edilmiştir.

Çalışmada kullanılan bazı değişkenler arasında yüksek ve anlamlı korelasyon katsayıları tespit edilmiştir (Ek 1). Bu nedenle aralarında korelasyon ilişkisi yüksek olan değişkenler farklı modellerde olacak şekilde en anlamlı üç model aşağıdaki gibidir:

$$\text{Model I: } YAYO_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAO_{it} + \beta_2 LNAKTİF_{it} + \beta_3 AKO_{it} + \beta_4 KALDIRAÇ_{it} + \beta_5 GETİRİ_{it} + \beta_6 \ln HACİM_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model II: } YAYO_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln DEĞER_{it} + \beta_2 ÖKO_{it} + \beta_3 FAVOK_{it} + \beta_4 CARİ_{it} + \beta_5 dPDDD_{it} + \beta_6 HBH_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model III: } YAYO_t = \beta_0 + \beta_1 TBNQ_{it} + \beta_2 FAVOK_t + \beta_3 dAÇIKLIK_{it} + \beta_4 FK_{it} + \beta_5 HBK_{it} + \mu_{it}$$

**Tablo 2.** Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
YAYO	451	28,30044	31,64067	0	92,45
HAO	451	43,25953	24,91352	10,13	99,99
AKTİF	451	2.600.000.000	5.680.000.000	21.600.000	55.500.000.000
DEĞER	451	1.940.000.000	4.080.000.000	7.254.000	31.800.000.000
AKO	451	5,844302	10,04236	-32,82	50,87
ÖKO	451	9,196896	38,49153	-393	233,08
FAVÖK	451	10,92191	8,386784	-37,11	39,25
KALDIRAÇ	451	56,48863	24,88294	5,31	165,55
CARİ	451	1,929335	1,726934	0,17	17,64
TBNQ	451	1,614945	1,179519	0,45	10,37
PDDD	451	2,554257	5,276672	-6,45	74,6
F/K	451	7,768138	87,31218	-827,6	822,28
HBK	451	1,986031	7,459427	-11,14	110,32
AÇIKLIK	451	30,66293	24,659	0	91,55
GETİRİ	451	0,504035	1,441144	-0,75	23,24
HACİM	451	866.000.000	2.190.000.000	955,730	21.300.000.000
HBH	451	3,016559	4,19524	0,047786	43,17878

Çalışmada kullanılan verilere ilişkin özet istatistik Tablo 1’de görülmektedir. Firmalardaki yabancı yatırımcı oranı ortalama olarak %28 seviyesindedir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) aylık bültenlerine göre uzun bir zamandır Borsa İstanbul’da (BİST) bulunan yabancı yatırımcı oranı %60-65 düzeyindeyken, 2019 yılı Kasım ayından itibaren bu oran azalarak 2021 yılında %42 seviyelerine kadar düşmüştür. Bu bakımdan örneklem firmalarına ait ortalama %28 yabancı yatırımcı oranının BİST genel ortalamasına göre düşük olduğu anlaşılmaktadır. Halka açıklık ortalaması SPK bültenine göre BİST genelinde %39 oranındadır. Örneklem ortalaması %43 olup, bu oran BİST halka açıklık ortalamasının biraz üzerindedir. Firmalar ortalama olarak 2,6 milyar TL aktif büyüklüğüne ve 1,94 milyar TL piyasa değerine sahiptirler. Firmalarda ortalama aktif karlılık oranı (AKO) 5,84, özkaynak karlılık oranı (ÖKO) 9,19 ve faiz, amortisman ve vergi öncesi karlılık oranı 10,92’dir. 2009-2019 döneminde oluşan enflasyon oranı ortalama olarak %7,7’dir (TUİK). Bu bakımdan firmaların enflasyon oranından daha yüksek özkaynak karlılık oranı sağladıkları, özkaynaklarının enflasyondan zarar görmedikleri söylenebilir. Örneklem firmalarının kaldıraç oranı %56, cari oranları 1,9’dur. Firmaların standartların biraz üzerinde borçluluğa ve yeterli derecede likiditeye sahip oldukları anlaşılmaktadır. Firmaların piyasa değerleri defter değerleri (PD/DD) oranları ortalaması 2,55, Tobin’s Q (TBNQ) ortalaması 1,6 ve fiyat-kazanç (F/K) oranları ise 7,76 şeklindedir. Piyasa değerleri oranları (PD/DD ve TBNQ) genel ortalamalardan yüksek, buna karşın piyasa çarpanı (F/K) biraz düşük düzeydedir. Firmalar ortalama olarak satışlarının %30’unu yurt dışına yapmaktadırlar.

#### 4. Bulgular

Ek 1’de değişkenler arası korelasyon ilişkileri görülmektedir. Verilerin normal dağılım durumları dikkate alınarak Spearman korelasyon testi yapılmıştır.



**Tablo 3.** Yatay Kesit ve Heterojenlik Testleri

Değişkenler	Peseran (2004) CD	Peseran (2015) CD		Swamy Testi $\chi^2$	Delta Testi	
		A	CD Test		$\Delta$	$\Delta_{Adj}$
YAYO	0,29		0,291	275,96***	0,445	0,532
LnAKTİF	81,45***	1,012826	81,450***	180,9***	1,823*	2,179**
LnDEĞER	59,76***	1,012536	59,764***	184,33***	1,577	1,885*
AKO	4,71***	0,8109736	4,708***	245,28***	1,369	1,636
ÖKO	11,61***	0,8932487	11,610***	220,82***		
FAVÖK	14,48***	0,8453838	14,477***	288,99***		
KALDIRAÇ	18,26***	0,9128701	18,262***	179,34***	1,095	1,309
CARİ	0,57	0,6065824	0,571	152,56***	0,955	1,142
TBNQ	1,52***	0,8475705	19,515***	295,91***	0,802***	0,959***
PDDD	2,76***	0,4982234	20,761***	194,17***	-1,272	-1,520
FK	3,20***	0,8116954	3,196***	377,57***	-0,549	-0,657
HBK	14,96***	0,9109765	14,957***	369,72***	6,223***	7,438***
BÜYÜME	29,59***	0,9266175	29,592***	78,97	-0,620	-0,741
GETİRİ	38,80***	0,9451274	38,797***	70,25	-1,153	-1,378
LnHACİM	9,67***	0,7145198	9,669***	268,16***	0,055	0,066
HBH	11,38***	0,6676612	11,380***	364,09***	0,631	0,754
AÇIKLIK		0,7869023	3,719***			

**Not:** \*\*\*, \*\* ve \* sembolleri ise sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Birim kök testlerinin belirlenmesi amacıyla yatay kesit bağımlılık ve heterojenlik/homojenlik testleri yapılmıştır (Tablo 3). Yabancı yatırımcı oranı (YAYO) ve cari oran (CARİ) değişkenlerinde yatay kesit bağımlılığının olmadığı ve değişkenlerin heterojen olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre Fisher Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Fisher Phillips-Perron (PP) birim kök testleri uygulanmıştır. Getiri değişkeninde yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik belirlenmiş ve bu sonuçlara göre getiri değişkenine Harris-Tzavalis ve Breitung birim kök testi uygulanmıştır. İfade edilen değişkenlerin dışındaki tüm değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı ve heterojenlik görüldüğünden bu değişkenlere Peseran CADF (2007), Bai ve Ng (2004, 2010) ve Reese ve Westerlund (2016) birim kök testleri uygulanmıştır.

**Tablo 4.** I. Nesil ve II. Nesil Birim Kök Testleri

Değişkenler	Fisher ADF				Fisher PP			
	P	Z	L	Pm	P	Z	L	Pm
YAYO	187,72***	-4,04***	-5,79***	8,25***	187,72***	-4,04***	-5,79***	8,25***
CARİ	118,7***	-1,69**	-1,93**	2,86***	118,73***	-1,69**	-1,93**	2,86***
	<b>Harris-Tzavalis Testi (<math>\rho</math>)</b>				<b>Breitung Testi (<math>\lambda</math>)</b>			
GETİRİ		-0,1842**				-5,7789***		

**Not:** \*\*\*, \*\* ve \* sembolleri ise sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 4'deki birim kök test sonuçlarına göre değişkenlerin düzeyde I(0) durağan oldukları, birim kök içermedikleri anlaşılmaktadır

Tablo 5. II. Nesil Birim Kök Testleri

Değişkenler	Pesaran CADF (2007)		Bai ve Ng (2004, 2010)			Reese ve Westerlund (2016)				
	I(0)	I(1)	ADF/ MQC	Pa	Pb	PMSB	ADF/MQC	Pa	Pb	PMSB
LnAKTİF	-1,561	-2,645***	-3,316***	-4,304***	-3,251***	-1,481*	-10,82***	-5,413***	-3,712***	-1,868**
LnDEĞER	-2,267***		-7,658***	-1,615***	-1,115	-1,695**				
AKO	-2,613***		-3,303**	-3,269***	-2,371***	-1,569*				
ÖKO	-2,671***									
FAVÖK	-2,751***		-3,058***	-3,078***	-2,2**	-1,603*	-8,731***	-6,917***	-3,939***	-2,366***
KALDIRAÇ	-2,342***									
TBNQ	-1,844	-2,179***	-2,610***	-4,135***	-2,969**	-1,404*				
PDDD	-1,859	-3,112***	-3,258***	-888	-0,59	-0,503				
FK	-2,763									
HBK	-2,374***									
LnHACİM	-2,177***		-9,274***	-2,2**	-1,778**	-1,124	-1,669*	-3,007**	-2,258**	-1,614*
HBH	-2,438***									
AÇIKLIK	-1,715	-2,829***								

Not 1: Uygun gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriterine göre seçilmiştir.

Not 2: \*\*\*, \*\* ve \* sembolleri ise sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 5’de yatay kesit bağımlılığı ve heterojenlik koşulu altında yapılan birim kök testleri görülmektedir. Bu sonuçlara göre piyasa değeri defter değeri (PD/DD) oranı ve açıklık değişkenlerini farkta I(I) diğer değişkenlerin düzeyde I(0) durağan oldukları tespit edilmiş, bu nedenle PD/DD ve açıklık değişkenleri model tahminlerinde fark değerleriyle kullanılmıştır.

**Tablo 6.** Heterojenlik ve Yatay Kesit Bağımlılık testleri

Modeller	Delta $\rho$	Delta <sub>adj</sub> $\rho$	Delta (HAC) adj $\rho$
Model I	0,854	0,667	0,000***
Model II	0,000	0,127	0,000***
Model III	0,298	0,057	0,000***

\*\*\* işareti %1 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Delta (HAC) robust ve delta test sonuçlarını ve yatay kesit bağımlılığını tespit ederek bir arada gösteren "comparehac" eklentisiyle elde edilen sonuçlar Tablo 6’da verilmiştir. Eğim parametreleri her üç model için heterojendir. Delta testinin (Pesaran ve Yamagata, 2008)  $H_0$  hipotezi "eğim katsayıları yatay kesit birimleri arasında homojendir" şeklindedir. Alternatif hipotez ise "yatay kesit boyutunda eğim katsayıları heterojendir" şeklindedir. Ayrıca yapılan test sonucuna göre her üç model için de yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir.

Dinamik panel veri modellerinin tahmininde, panel verinin homojen veya heterojen olmasına bağlı olarak çeşitli tahmin yöntemleri kullanılmaktadır. Bu nedenle heterojenliğin test edilmesi önemlidir. Pesaran, Smith ve Im (1996),  $N > T$  olduğu durumlarda grup içi tahminci ile ortalama grup tahmincisi arasındaki farka dayanan Hausman (1978) testini önermişlerdir ( $N:41$ ,  $T:11$ ) (Pesaran, 2015b: 734). Hausman tipi testler, birim boyutu  $N$ ’in geniş olduğu panel veri modellerinde kullanılabilen olmamasına rağmen genel olarak gücü düşük olduğundan uygulanabilir değildir. Bu nedenle Pesaran ve Yamagata, Swamy S test istatistiğini geniş paneller için yeniden düzenleyerek Pesaran ve Yamagata Delta Testi’ni (2008) önermişlerdir (Pesaran, 2015: 739). Heterojenlik sınavında temel hipotez parametrelerin tüm birimler için homojen olduğu yönündedir.

$$H_0: \beta_i = \beta \text{ (tüm } i \text{ 'leri için)} \quad (||\beta_i|| < K < \infty)$$

$$H_1: \beta_i \neq \beta_j \quad (i \neq j)$$

Birimler arası korelasyon olduğu durumda heterojen panel veri modelinin tahmininde tercih edilebilecek yöntemler; görünürde ilişkisiz regresyon (SUR) gibi bir sistem tahmini ya da ortak korelasyonlu etkiler (CCE) ve genişletilmiş ortalama grup tahmincisi (AMG) gibi yöntemlerdir. Bu çalışmada, her üç modelin tahmininde panel veri setinin zaman boyutu da dikkate alınarak genişletilmiş ortalama grup tahmincisi yöntemi (Bond ve Eberhardt, 2009; Eberhardt ve Teal, 2010) en uygun yöntem olarak seçilmiştir.

**Tablo 7.** Yabancı Yatırımcı Oranının (YAYO) Belirleyicileri

Değişkenler	Model I(AMG)	Model II(AMG)	Model III(AMG)
HAO	-63,85084 (0.616)		
LnAKTİF	-23,57698 (0.380)		
AKO	0,5808663 (0.250)		
KALDIRAÇ	0,0478269 (0.925)		
GETİRİ	-3,906434 (0.004)***		
LnHACİM	-1,379045 (0.478)		
Lndeğer		3,093157 (0,631)	
ÖKO		-0,0149793 (0,881)	
FAVÖK		-0,1041716 (0,750)	
CARİ		1,826335 (0,436)	
dPDDD		0,1883492 (0,919)	
HBH		-5,147003 (0,009)***	

**Tablo 7.** Yabancı Yatırımcı Oranının (YAYO) Belirleyicileri (Devamı)

Değişkenler	Model I(AMG)	Model II(AMG)	Model III(AMG)
TBNQ			8,402134 (0,002)***
FVAÖK			0,3185818 (0,471)
dAÇIKLIK			-0,8588855(0,170)
F/K			0,0666894(0,760)
HBK			-2,072959(0,270)
Gözlem Sayısı	451	410	410
Grup sayısı	41	41	41
Wald $\chi^2$	18,54	16,82	11,53
Prob> $\chi^2$	0,009***	0,010**	0,040**

Tablo 7'de genişletilmiş ortak korelasyonlu etkiler tahmincisi sonuçları yer almaktadır. Wald testi, modelin genel anlamlılığını ifade etmektedir. Yabancı yatırımcı oranını GETİRİ, hisse başı hacim (HBH) negatif etkilerken, piyasa değeri (TBNQ) değişkeni pozitif etkilemiştir. Pay getirisinin yabancı yatırımcı oranını negatif etkilemesi yabancı yatırımcıların uluslararası çeşitlendirme ile portföy riskini yönetmeye çalışmasının göstergesi olabileceği gibi yabancı yatırımcıların ulusal piyasalarda yerli yatırımcılara göre daha az bilgi sahibi olmaları ya da yerli yatırımcı ile yabancı yatırımcı açısından yerli piyasaya yönelik asimetric bilgiye sahip olmaktan kaynaklı yabancı yatırımcıların daha düşük getiri elde etme ile karşılaşabilmelerinden meydana gelebilir.

Çalışma örnekleminin son yılı olan 2019 yılının elde tutma sürelerine bakıldığında yabancı yatırımcılar için 140 gün ve yerli yatırımcılar için 31 gün elde tutma süreleri görülmektedir (TSPB, 2021: 57). Buna göre yabancı yatırımcı yerli yatırımcıya göre oldukça daha fazla süre pay senetlerini portföylerinde tutmakta bundan dolayı yabancı yatırımcıların işlem hacimleri yerli yatırımcılara göre daha düşük oranda gerçekleşebilmektedir. Hisse başı hacim değişkeninin yabancı yatırımcılarda negatif çıkmasının nedeni olarak elde tutma süreleri gösterilebilir. Çalışma sonuçları yabancı yatırımcıların BİST pay piyasası yatırımlarında Tobin's Q (TBNQ) firma değeri kriterine dikkat ettiklerini, Tobin's Q firma değerinin yabancı yatırımcı oranını artırdığı anlaşılmaktadır.

Çalışmada elde edilen bulgular literatürdeki sonuçlarla büyük oranda benzerlikler göstermektedir. Borsa İstanbul'a yönelik Yıldız ve Karan (2016) tarafından yapılan çalışmadaki piyasa değeri ve hacim sonucuyla bu çalışmada elde edilen TBNQ ve HBH sonuçları benzerlikler göstermektedir. Tobin's Q'nın yabancı yatırımcı oranına pozitif etkilemesi sonucu Kang ve Stulz (1997) ile Dahlquist ve Robertsson (2001)'in çalışmalarıyla benzerlikler taşımaktadır. Pay piyasası getirisinin yabancı yatırımcı oranını negatif etkilemesi sonucu Shukla ve Inwegen (1995), Choe, Kho ve Stulz (2005) ve Teo (2009)'nun çalışmalarıyla benzerlikler gösterirken Froot vd. (2001)'nin çalışmasıyla farklılık göstermektedir.

## 5. Sonuç

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde dış ticaret açığı, cari işlemler açıkları, tasarruf yetersizlikleri ve yetersiz sermaye stokları söz konusudur. Bu tür ülkelerde cari işlemler ve dış ticaret açıklarının kapatılmasında, hazinenin, işletmelerin, bankaların finansman ihtiyaçlarının giderilmesinde, borsalarda işlem gören firma değerlerinin artırılmasında, finansal piyasaların derinleşmesinde yabancı portföy yatırımlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Yabancı portföy yatırımları ülkelere sermaye akımları meydana getirirken ülkelerin ekonomik, yönetsel ve kurumsal gibi sistematik koşullarını dikkate aldıktan sonra firmaların içsel faktörlerine yönelmektedirler. Bu nedenle bu çalışmada yabancı portföy yatırımlarının firma düzeyinde içsel belirleyicileri araştırılmıştır. 2009-2019 dönemine ait BİST imalat alt sanayi sektörlerinden Metal Eşya, Makine, Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları sektörü ile Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler sektörlerine ait 41 firma örneklemeyle analizler yapılmıştır.

Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler yatırım tutarları değildir. Yatırımlar içindeki yabancı yatırımcı oranıdır. Dolayısıyla çalışma bulguları yabancı yatırımcı eğilimlerini belirlemeye yöneliktir. Çalışmada yabancı

yatırımcı oranını Tobin's Q firma değerinin pozitif, pay getirisi ve pay başı hacim değişkenlerinin negatif etkiledikleri belirlenmiştir. Getiri değişkeninin negatif katsayılı çıkması yabancı yatırımcıların BİST'i çeşitlendirme ile portföy riskini yönetme amacıyla kullandıkları şeklinde değerlendirilirken hisse başı hacim değişkeninin negatif katsayısı ise yabancı yatırımcıların BİST'te yerli yatırımcılara göre çok daha fazla sürede payları elde tutma yani daha az oranda işlem yapma özellikleriyle açıklanabilir. Elde edilen sonuçlar yatırımcıların kararlarında kısmen de olsa rasyonellikten uzak hareket ettikleri ve yatırım tercihlerinde davranışsal finans unsurlarının bulunduğu şeklinde değerlendirilebilir. Yabancı portföy yatırımları çekmek isteyen firmalar, yatırımcılar, portföy yöneticileri, risk yöneticileri açısından kullanılabilir bulgular elde edilmiştir. Yabancı yatırımcı olarak piyasa değerini artırmak isteyen firmalar, yatırım kararlarını yabancı portföy akımlarına göre şekillendiren yatırımcılar, portföy yöneticileri, portföy çeşitlendirmesini yabancı yatırımcı ilgisine göre şekillendiren risk yöneticileri açısından elde edilen sonuçlar önem taşımaktadır.

## Beyan ve Açıklamalar (Declarations and Disclosures)

**Yazarların Etik Sorumlulukları (Ethical Responsibilities of Authors):** Bu çalışmanın yazarları, araştırma ve yayın etiği ilkelerine uyduklarını kabul etmektedirler.

**Çıkar Çatışması (Conflicts of Interest):** Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması beyan edilmemiştir.

**Finansal Destek (Funding):** Yazarlar, çalışmanın hazırlanması ve/veya yayınlanması sürecinde herhangi bir finansal destek almamışlardır.

**Yazar Katkı Oranı (Author Contributions):** Yazarlar, çalışmaya olan katkılarını şu şekilde beyan etmişlerdir: Kavramlaştırma ve çalışma dizaynı, Z. Şenol ve T. Gülcema; verilerin toplanması, Z. Şenol; verilerin analizi ve sonuçların yorumlanması, Z. Şenol ve T. Gülcema; çalışmanın ilk/taaslak halinin yazılması, Z. Şenol ve T. Gülcema; çalışmanın gözden geçirilmesi ve düzenlenmesi/düzeltilmesi, Z. Şenol ve T. Gülcema. Çalışmanın ilk ve son hali tüm yazarlar tarafından okunmuş ve onaylanmış olup, yazarlar çalışmalarıyla ilgili sorumluluğu kabul etmektedirler.

**İntihal Denetimi (Plagiarism Checking):** Bu çalışma, intihal tarama programı kullanılarak intihal taramasından geçirilmiştir.

## Kaynaklar

- Albuquerque, R., Bauer, G. H., & Schneider, M. (2009). Global private information in international equity markets. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 18-46.
- Badawi, A., Qudah, A. A., & Rashideh, W. W. (2019). Determinants of foreign portfolio investment in emerging markets: Evidence from Saudi Stock Market. *Journal of Economics and Finance*, 43, 779-794.
- Badhani, K. N., & Kumar, A. (2020). Market timing skill of foreign portfolio investors in India. *IIMB Management Review*, 32,24-38.
- Bailey, W., Mao, C. X., & Sirodom, K. (2007). Investment restrictions and the cross-border flow of information: Some empirical evidence. *Journal of International Money and Finance*, 26(1),1-25.
- Baltagi, B. H. (2014). *Econometric analysis of panel data* (Fifth Edition). United Kingdom: Wiley.
- Chiao, C., Cheng, D. C., & Shao, Y. (2006). The informative content of the net-buy information of institutional investors in the Taiwan stock market: A revisit using conditional analysis. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 9(4), 661-697.
- Choe, H., Kho, B. C., & Stulz, R. M. (2005). Do domestic investors have an hedge? The trading experience of foreign investors in Korea. *Review of Financial Studies*, 18(3), 795-829.
- Dahlquist, M., & Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*, 59(3), 413-440.
- Erataş, F., & Öztekin, D. (2010). Kısa vadeli sermaye akımlarının belirleyicileri: Türkiye örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 57-64.
- Ferreira, M. A., Matos, P., Pereira, J. P., & Pires, P. (2017). Do locals know better? A comparison of the performance of local and foreign institutional investors. *Journal of Banking and Finance*, 82, 151-164.
- Foreks FXPlus Veri Platformu.

- Froot, K. A., & Ramadorai, T. (2008). Institutional portfolio flows and international investments. *Review of Financial Studies*, 21(2), 937-971.
- Froot, K. A., O'Connell, P. G., & Seasholes, M. S. (2001). The portfolio flows of international investors. *Journal of Financial Economics*, 59, 151-193.
- <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?locations=TR> (Erişim Tarihi: 07.09.2021).
- <https://mkk.com.tr> (Erişim Tarihi: 26.10.2021).
- <https://tuik.gov.tr> (Erişim Tarihi: 26.10.2021).
- [https://www.halkyatirim.com.tr/pdf/2021/11/7730\\_Yabanc%C4%B1Kurum%C4%B0%C5%9FlemleriAnalizi05112021.pdf](https://www.halkyatirim.com.tr/pdf/2021/11/7730_Yabanc%C4%B1Kurum%C4%B0%C5%9FlemleriAnalizi05112021.pdf) (Erişim Tarihi: 06.10.2021).
- <https://www.world-exchanges.org/> (Erişim Tarihi: 27.10.2021).
- Huang, Z. X., Tang, Q., & Huang, S. (2020). Foreign investors and stock price crash risk: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 68, 210-223.
- Kang, J. K., & Stulz, R. M. (1997). Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46(1), 3-28.
- Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2003). Are financial assets priced locally or globally? In: G.M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Ed.), *Handbook of the economics of finance*, 1 (pp. 975-1020). Elsevier.
- Knill, A. M. (2010). Does foreign portfolio investment reach small listed firms? *European Financial Management*, 19(2), 251-303.
- Knill, A., & Lee, B. S. (2014). The volatility of foreign portfolio investment and the access to finance of small listed firms. *Review of Development Economics*, 18(3), 524-542.
- Leuz, C., Lins, K. V., & Warnock, F. E. (2008). Do foreigners invest less in poorly governed firms. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3245-3285.
- Liljeblom, E., & Löflund, A. (2005). Determinants of international portfolio investment flows to a small market: Empirical evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 15, 211-233.
- Oktar, S., & Dalyancı, L. (2010). Finansal kriz teorileri ve Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası finansal krizler. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(2), 1-22.
- Pesaran, M. H. (2007). A Simple Unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
- Pesaran, M. H. (2015a). Testing weak cross-sectional dependence in large panels. *Econometric Reviews*, 34(6-10), 1089-1117.
- Pesaran, M. H. (2015b). *Time series and panel data econometrics*. Oxford: Oxford University Press.
- Pesaran, M., & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, 142, 50-93.
- Shukla, R. K., & Van Inwegen, G. B. (1995). Do locals perform better than foreigners? An analysis of UK and US mutual fund managers. *Journal of Economics and Business*, 47(3), 241-254.
- Şenol, Z. (2020). Finansal krizler ve risk yönetimi. G. Çiğdem (Ed.), *Multidisipliner yaklaşımla İktisadi kriz olgusu*, III (ss. 279-298). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Teo, M. (2009). The geography of hedge funds. *Review of Financial Studies*, 22(9), 3531-3561
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS).
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB). Türkiye Sermaye Piyasası 2021. Yayın No 93.
- Uctum, M., & Uctum, R. (2011). Crises, portfolio flows, and foreign direct investment: An application to Turkey. *Economic Systems*, 35, 462-480.
- Ustaoğlu, E. (2021). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(3), 1715-1724.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2013). *İleri panel veri analizi, Stata uygulamalı* (2. Baskı). İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2018). *İleri panel veri analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Yıldız, Y., & Karan, M. B. (2016). Türkiye'ye yapılan yabancı portföy yatırımlarının firma seviyesinde belirlenmesi: Dinamik panel regresyon analizi yaklaşımı. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 3(2), 126-141.