

## TÜRKİYE'YE YÖNELİK DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARI ETKİLEYEN FİNANSAL FAKTÖRLER

Özcan KARAHAN<sup>1</sup>

Musa BAYIR<sup>2</sup>

### Öz

Küreselleşmenin dünyayı tek bir küresel köye dönüştürmesi doğrudan yabancı yatırım hacminde önemli bir artış ortaya çıkarmıştır. Bu süreçte doğrudan yabancı yatırımlar özellikle gelişmekte olan ekonomiler için giderek artan şekilde ekonomik büyümenin önemli bir kaynağı haline gelmiştir. Öyle ki, doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkelerde istihdamı ve üretimi artırmanın yanı sıra bilgi ve teknoloji yayılımı yoluyla üretim yapısında önemli değişikliklere yol açmıştır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı yatırımları ülkelerine çekmek için büyük çaba sarf etmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ekonomiler açısından önemini artmasına paralel olarak doğrudan yabancı yatırım girişlerini etkileyen faktörler ekonomi literatüründe kapsamlı bir şekilde incelenmeye başlanmıştır. Bu çalışma Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırım girişlerini etkileyen finansal faktörler üzerinde durmaktadır. Bunun için, global krizin başlangıcından pandemiye kadar geçen süreci içine alan 2008Q4-2019Q4 döneminde global faiz oranı ve borsa endeksi ile döviz kurunun doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerindeki etkisi ARDL yöntemi ile analiz edilmiştir. Ekonometrik sonuçlar, Tobin'in Q Teorisi çerçevesinde, global borsa endeksindeki yükselişlerin Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerini pozitif yönde etkileyen önemli bir değişken olduğunu göstermektedir. Öte yandan kur seviyesindeki değişimler doğrudan yabancı sermaye girişlerini kısa dönemde pozitif uzun dönemde ise negatif yönde etkilemektedir. Genel olarak global faiz oranında gelişmeler ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Böylece ampirik bulgular finansal göstergeler içinde global borsa endeksindeki değişimlerin Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı girişlerini etkileyen en önemli faktör olarak öne çıkarmaktadır. Böylece elde edilen sonuçlar Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye girişlerini teşvik için Tobin'in Q teorisi çerçevesinde tasarlanacak politika seçeneklerinin önemini ortaya koymuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Doğrudan Yabancı Yatırım, Finansal Göstergeler, Türkiye.

**Jel Kodları** : F21, C22

<sup>1</sup> Prof. Dr., Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi, E-posta: okarahan@bandirma.edu.tr, [ORCID: 0000-0002-1179-2125](https://orcid.org/0000-0002-1179-2125)

<sup>2</sup> Doç. Dr., Bandırma Onyedi Eylül Üniversitesi, E-posta: musa.bayir@gmail.com, [ORCID: 0000-0002-6877-4032](https://orcid.org/0000-0002-6877-4032)

**Atıf:** Karahan, Ö., Bayır, M., (2022). Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırımları etkileyen finansal faktörler. *Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(14), 165-181.

**DOI:** 10.54831/vanyuiibfd.1158476

## THE FINANCIAL FACTORS AFFECTING FOREIGN DIRECT INVESTMENTS IN TURKEY

### *Abstract*

There has been a significant increase in foreign direct investments as the world has become a single global village with globalization. In this process, foreign direct investments has increasingly become an important source of economic growth for developing economies. In fact, foreign direct investments leads to significant changes in the production structure through the diffusion of information and technology, as well as increasing employment and production in developing countries. Therefore, developing countries have made great efforts to attract foreign direct investments to their countries. Parallel to the increasing importance of foreign direct investments for developing economies, the factors affecting foreign direct investment inflows have begun to be studied extensively in the economics literature. This study will focus on the financial factors that affect foreign direct investments inflows to Turkey. Accordingly, the effect of global interest rate, stock market index and exchange rate on foreign direct investments inflows in the 2008Q4-2019Q4 period, which includes the period from the beginning of the global crisis to the pandemic, was analyzed by ARDL method. Econometric results show that increases in the global stock market index within the framework of Tobin's Q Theory are an important variable that affects capital inflows to Turkey. On the other hand, changes in the exchange rate affect foreign direct capital inflows positively in the short term and negatively in the long term. In general, no significant relationship was found between developments in global interest rates and foreign direct capital inflows. Thus, empirical findings highlight the changes in the global stock market index among financial indicators as the most important factor affecting foreign direct inflows to Turkey. This fact has revealed the importance of policy options to be designed within the framework of Tobin's Q theory to encourage foreign direct investment inflows to Turkey.

**Keywords:** Foreign Direct Investment, Financial Indicators, Turkey.

**Jel Classification** : F21, C22

### **GİRİŞ**

Ekonomik globalleşmenin artması ile birlikte çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen doğrudan yabancı yatırım (DYY) miktarı gelişmekte olan ekonomiler için kalkınma stratejilerinin önemli bir parçası haline gelmiştir. Öyle ki, DYY gelişmekte olan ülkelere yalnızca çok ihtiyaç duyulan sermayeyi sağlayarak üretim ve istihdamı artırmamakta aynı zamanda teknoloji transferi ile sürdürülebilir yüksek büyüme imkanları yaratmaktadır. Bunun yanında, DYY az gelişmiş ülkelerin uluslararası ticarete entegrasyonunu sağlamakta böylece daha rekabetçi bir iş ortamına evrilmelerine destek olmaktadır.

Bu olumlu yönleriyle ilişkili olarak politika yapıcılar DYY akışlarından yararlanmak için bu tür yatırımları ülkeye çekecek politikaların tasarımına büyük önem vermiştir. Söz konusu politikaların tasarımında ise DYY miktarını etkileyen faktörlerin kapsamlı bir şekilde analizine ihtiyaç duyulmuştur. Literatür incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY miktarının küresel

ekonomik konjonktürün yanı sıra çok uluslu şirketlerin yatırım yapacağı ülkenin ekonomik durumu ile ilgili birçok faktör tarafından belirlendiği görülmektedir. Bütün bu faktörleri reel ve finansal göstergeler alt başlıkları altında iki ana gruba ayırmak mümkündür. Başka bir ifade ile gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY akımlarını etkileyen faktörler reel ve finansal koşullara bağlı olarak ele alınabilir (Koepke, 2019: 516-517).

Gelişmekte olan ülkelere DYY girişlerini etkileyen reel ekonomik göstergelere ilişkin literatürde birçok araştırma bulunmaktadır. Bu bağlamda genel DYY belirleyicilerine yönelik yapılan araştırmalarda piyasa hacmi, büyüme oranı, genç nüfus yapısı, dışa açıklık ve dış ticaret dengesi literatürde en çok öne çıkarılan değişkenler olmuştur (Castro vd., 2013; Kumari ve Sharma, 2017; Gurshev, 2019; Maryam ve Mittal, 2020; Ghazi, 2021). Bunun yanında reel değişkenler ile gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY girişi arasındaki ilişkiyi daha spesifik olarak belirlemeye çalışan araştırmalarda yapılmıştır. Kumar (1994) enerji, ulaşım ve iletişim fiziksel altyapısının iyileştirilmesinin önemini vurgulamıştır. Wei (2000) kurumlar vergisi indirimleri ile yatırım sübvansiyonları dahil olmak üzere yatırım promosyonlarını ve teşviklerinin önemini ortaya koymuştur. Schneider ve Frey (1985) serbest piyasanın işleyişini destekleyen yasal ve kurumsal düzenlemelerin geliştirilmesinin olumlu etkisini açıkça belirlemiştir. Miyamoto (2003) nitelikli işgücünü ve genel olarak beşerî sermaye düzeyini artırmanın ülkeyi DYY açısından cazibe haline getireceğini belirlemiştir. Son olarak Khoury ve Peng (2010) fikri mülkiyet haklarının korunması için kuralların ve kontrollerin geliştirilmesi üzerinde durmuştur.

Literatürde gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY akımları üzerinde reel ekonomik faktörlerin dışında birçok finansal faktör üzerinde durulmaktadır. Birçok araştırmada gelişmiş ve etkin işleyen bir finansal sistemin gelişmekte olan ekonomilere DYY girişini çekmede hayati rol oynadığı ortaya konulmuştur. Öyle ki, çok uluslu şirketlerin yurt dışına yatırım yapabilmeleri için gelişmiş finansal piyasaların varlığı önemli bir işlev yerine getirmektedir (Agarwal ve Mohtadi, 2004; Kholdy ve Sohrabian, 2008; Agbloyor vd., 2012; Hajilee ve Nasser, 2015). Finansal piyasaların DYY girişlerine etkisi daha spesifik olarak bankacılık sektöründeki gelişmeler üzerinden de belirlenmiştir. Nasser ve Gomez (2009) bankacılık sektörünün doğrudan yabancı yatırım akışı üzerindeki etkisini 15 Latin Amerika ülkesinde analiz etmiştir. Ampirik sonuçlar bankacılık sektörü ile ilgili finansal sistem göstergelerinin Latin Amerika ülkelerine DYY girişleri üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Agbloyor vd., (2013) bankacılık sistemi ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki nedensellik bağımlı 42 gelişmekte olan ülkede araştırmıştır. Ampirik bulgular daha gelişmiş bir bankacılık sisteminin daha fazla DYY akışına yol açtığını göstermektedir. Bankacılık sektörü yanında gelişmiş sermaye piyasaları da ülkeye DYY çekmek için önemli bir avantaj yaratmaktadır. Batten ve Vo (2009) DYY'nin önemli bir bölümünü oluşturan sınır ötesi birleşme ve satın alma (M&A) şeklindeki sermaye hareketini belirlemede sermaye piyasalarının önemli bir rol oynadığını göstermiştir. Kaur vd., (2013) BRIC ülkelerinde gelişmiş sermaye piyasası göstergelerinin DYY

girişleri üzerindeki etkisini 1991-2010 dönemi için analiz etmiştir. Ampirik sonuçlar borsa değişkenlerinin BRIC ülkelerinde DYY girişleri açısından önemli bir belirleyici olduğunu ortaya koymuştur.

Literatürde finansal faktörlerin gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY girişleri üzerinde yarattığı etkiler daha spesifik olarak bazı finansal göstergeler çerçevesinde de analiz edilmiştir (Bozkurt, 2009; Lebe ve Ersungur, 2011; Kar ve Tatlısöz, 2008). Bu bağlamda özellikle global faiz oranı, borsa endeksi ve döviz kuru gibi finansal göstergeler ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiler üzerinde durulmaktadır. Başka bir ifade ile global faiz oranı, borsa endeksi ve döviz kuru yabancı yatırım kararları verilirken belirleyici olan üç önemli finansal gösterge olarak ele alınmaktadır. Çalışmamızda buradan hareketle global krizin başlangıcından pandemiye kadar geçen süreci içine alan 2008Q4-2019Q4 döneminde global faiz oranı, borsa endeksi ve döviz kurundaki değişimlerin Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerindeki etkileri ARDL (Autoregressive Distributed Lag) yöntemi çerçevesinde analiz edilmiştir. Böylece finansal göstergelerin DYY üzerindeki etkisinin ortaya konması ile Türkiye ekonomisine doğrudan yabancı yatırım çekmeye yönelik politikaların etkin bir şekilde tasarlanmasına ilişkin önemli çıkarımlarda bulunulmuştur.

Çalışmanın konusuna ilişkin literatür ve amacının yer aldığı giriş kısmından sonraki bölümde finansal göstergelerin gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY girişleri üzerindeki etkisine ilişkin çalışmalar gözden geçirilmiştir. Üçüncü bölümde veri seti, ekonometrik model ve ampirik sonuçlar hakkında bilgi verilmiştir. Sonuç kısmında ise elde edilen bulgular değerlendirilerek Türkiye'de finansal gösterge ile DYY girişleri arasındaki etkileşime ilişkin politika çıkarımlarında bulunulmuştur.

## **1. LİTERATÜR TARAMASI**

Finansal göstergelerle DYY arasındaki etkileşimi analiz eden ilgili literatür incelendiğinde özellikle global faiz oranı ve global borsa göstergeleri ile döviz kuru değişkenlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımları etkileyen önemli faktörler olarak öne çıktığı görülmektedir. Dolayısıyla çalışmanın bu kısmında global faiz oranı, global borsa endeksi ve döviz kurunun DYY girişleri üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalar gözden geçirilmiştir. Bu çerçevede, finansal göstergelerin gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY girişlerine etkisine odaklanan teorik literatür, faiz oranı kanalı, hisse senedi kanalı ve döviz kuru kanalı gibi üç ayrı alt başlıkla ele alınacaktır.

Klasik yatırım teorisi çerçevesinde, faiz oranı kanalını inceleyen grup, global düzeydeki faiz oranı değişimlerinin, yatırımların finansman maliyeti üzerinden, küresel DYY seviyesini etkilediğini iddia etmektedir. Buna göre faiz oranı kanalı, Klasik ekonomik yaklaşım çerçevesinde, çok uluslu şirketlerin yurtdışı yatırım avantajını etkileyen en önemli finansal değişkenin yatırımın finansman maliyeti dolayısıyla faiz oranı olduğunu iddia etmektedir. Öyle ki, girişimciler yatırım maliyetlerini

minimize ederek karı maksimize etmeye çalıştıklarında yatırımın finansman maliyetini ifade eden faiz oranı seviyesine büyük önem vermektedir (Eisner ve Nadiri, 1970). Böylece global ekonomideki düşük faiz oranları, yatırımın finansman maliyetini ve dolayısıyla toplam maliyeti düşürerek, yabancı girişimcilerin kar beklentilerini yükseltip onları yabancı ülkelere daha fazla yatırım yapmaya yönlendirebilmektedir.

Literatür incelendiğinde faiz oranının gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY girişlere etkisini ortaya koyan birçok çalışmanın olduğu görülmektedir. Singhanian ve Gupta (2011) Hindistan'a 1995-1997 yılları arasında gerçekleşen DYY girişlerini etkileyen faktörleri araştırmıştır. Ekonometrik sonuçlar faiz oranının Hindistan'a DYY girişleri üzerinde önemli bir etki yarattığını ortaya koymuştur. Fornah ve Yuehua (2017) faiz oranının Sierra Leone'ye DYY girişleri üzerindeki etkisini belirlemek için 1990-2016 dönemi için ampirik bir çalışma yürütmüştür. Sonuçlar, faiz oranlarının DYY girişleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiş ve dolayısıyla faiz oranlarının DYY girişlerinde politika oluşturma amacıyla kullanılabileceği sonucuna varılmıştır. Fazira ve Cahyadin (2018), faiz oranlarının DYY girişleri üzerindeki etkisini 2004 ve 2016 yılları arasında Endonezya, Singapur, Malezya, Tayland, Filipinler ve Vietnam ekonomileri üzerinde analiz etmiştir. Ekonometrik sonuçlar faiz oranının DYY üzerinde olumlu ve önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir. Musyoka ve Ocharo (2018) Kenya'da reel faiz oranının DYY üzerindeki etkisini belirlemek için OLS tekniğini kullanarak 1970-2016 dönemini araştırmıştır. Ampirik sonuçlar, reel faiz oranlarının Kenya'ya DYY girişleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Böylece, çalışma, faiz oranı politikasının Kenya'ya DYY girişlerini çekmede önemli bir seçenek olabileceğine işaret etmiştir.

Literatürde gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY girişlerini hisse senedi fiyatı üzerinden analiz eden önemli bir araştırmacı grubu da bulunmaktadır. Buna göre, Tobin'in Q Teorisi çerçevesinde global hisse senedi fiyatlarındaki artış gelişmekte olan ülkelere DYY hacmini pozitif yönde etkilemektedir. Öyle ki, global hisse senedi fiyatlarındaki artış firmanın ikame sermaye maliyetlerine göre piyasa veya borsa değerinde artış sağlayarak Q oranının 1'den yüksek olmasına neden olmaktadır. Bu durum, kurulu firma piyasa değerinin yenileme maliyetini aşmasına dolayısı ile firmaların kurulu sermaye stoklarını genişletip yeni yatırım yapmasına neden olmaktadır.

Global hisse senedi piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY miktarının arttığını ortaya koyan önemli sayıda araştırma bulunmaktadır. Chousa vd., (2008) dokuz yükselen ülke ekonomisinde DYY girişleri üzerinde hisse senedi fiyatlarındaki değişimin etkisini 1987 ile 2006 yılları arasındaki dönem için analiz etmiştir. Ampirik kanıtlar, sermaye piyasalarında hisse senedi fiyatlarındaki artışın yabancı yatırımcıları teşvik ettiğini ve uluslararası birleşme ve satın almaları cezbedtiğini göstermiştir. Ahmed ve Ullah (2012) Pakistan'daki DYY girişinin belirleyicilerini 2003-2011 dönemi için analiz etmişlerdir. Sonuçlar, sermaye piyasasının Pakistan ekonomisi için DYY çekmede önemli bir rolü olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, Pakistan'a arzu edilen düzeyde DYY girişi elde etmek için hükümet, verimli bir sermaye piyasasının

işleyişini desteklemelidir. Arcabic vd., (2013) Hırvatistan'daki DYY ile borsa endeksi arasındaki ilişkilerin varlığını araştırmıştır. Ekonometrik sonuçlar Hırvatistan'da borsadaki yukarı yönlü hareketin DYY girişlerini olumlu yönde etkilediğini belirlemiştir. Bu sonuç borsanın Hırvatistan'daki DYY için önemli bir belirleyici faktör olduğunu göstermiştir. Kariuki (2015) otuz beş Afrika ülkesine yönelik DYY akışlarını etkileyen faktörleri 1984 ile 2010 yılları arasındaki dönem için incelemiştir. Tahmin sonuçları hisse senedi fiyat endeksi performansı ile DYY girişleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde rol oynayan önemli faktörlerden bir tanesi de döviz kuru kanalı çerçevesinde belirlenmektedir. Ev sahibi ülkedeki kur düzeyi çok uluslu şirketlerin yabancı ülkelerdeki yatırımlarının karlılık düzeyini etkileyebilecek önemli bir etkiye sahiptir. Buna göre ev sahibi ülkede kurların yükselmesi yani yerli paranın değer kaybı doğrudan yabancı yatırımların gerçekleştirilmesini ucuzlatarak daha karlı hale getirebilmektedir. Çünkü kur artışı durumunda ev sahibi ülkedeki varlıklar çok uluslu şirketlerin sahip oldukları para birimlerine göre çok ucuz bir hale gelmektedir. Böylece yabancı girişimciler parası değer kaybeden ülkelere yatırım yapmak konusunda daha istekli davranmaktadır.

Literatürde elde edilen bulgular çoğunlukla kur seviyesindeki artışın yani yerli para değer kaybının ülkeye daha çok DYY çekme konusunda olumlu etki yaptığını göstermektedir. Mariel ve Pankova (2010) Merkez Avrupa'daki dört ülkeye (Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya) yönelik yabancı yatırım girişlerinin döviz kuru ile ilişkisini 1998-2004 döneminde incelemiştir. Bulgular yerel paraların değer kaybetmesine paralel olarak yabancı yatırım girişlerinin hızlandığını ortaya koymuştur. Takagi ve Shi (2011) dokuz Asya ülkesine yapılan Japon yatırımlarını etkileyen faktörleri 1987-2008 arasındaki dönem için araştırmıştır. Ekonometrik sonuçlar Japon yatırımcıların bölgeye yatırım yapma konusunda kur artışlarından olumlu yönde etkilendiğini göstermiştir. Bilawal vd., (2014) Pakistan ekonomisi için döviz kuru değişimlerinin yabancı yatırım girişleri üzerindeki etkisini 1982-2013 döneminde analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlara göre yerli paranın değer kaybı ile ülkeye yabancı sermaye girişi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Azubuike vd., (2017) Nijerya ekonomisini 1981-2014 yılları arasında inceleyerek döviz kurunun yabancı yatırım girişleri üzerindeki etkisini belirlemeye çalışmıştır. Çalışma sonuçları yerli para birimindeki değer kayıplarının yabancı yatırımlar için önemli bir motivasyon kaynağı olduğunu göstermiştir. Mısır ekonomisinde yabancı yatırımlar ile döviz kuru arasındaki ilişki 1990-2015 dönemine ait verilerle Nada ve Hebatallah (2020) tarafından araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre ülkeye doğrudan yabancı yatırımların çekilmesinde yerli paranın değer kaybetmesi önemli bir avantaj sağlamaktadır.

Öte yandan literatürde yapılan bazı çalışmalarda kur değişimleri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında negatif ilişki olduğu da belirlenmiştir. Buna göre, yabancı yatırımların genelde ihracata dayalı üretim yaptıkları göz önüne alınırsa, kur artışları çok uluslu şirketlerin döviz cinsinden gelirlerinin

azalmasına neden olmaktadır. Dolayısı yabancı girişimciler sürekli olarak yerli parası değer kaybeden gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmayı tercih etmemektedir. MacDermott (2008) panel veri analizi ile 55 ülkede döviz kuru ile yabancı sermaye girişi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Ampirik bulgular yerli para değer kaybının genel olarak yabancı yatırım girişlerini engellediğini ortaya koymuştur. Lily vd., (2014) çok uluslu şirket yatırımlarının döviz kuru ile ilişkisini 4 Asya ülkesinde (Malezya, Filipinler, Tayland ve Singapur) incelemiştir. Ekonometrik sonuçlar kur azalışlarının yani yerli para değerlenmelerinin yabancı sermaye girişlerini olumlu yönde etkilediğini göstermiştir. Lee (2015) Avrupa ve Japonya'dan Kore'ye yönelik çok uluslu şirket yatırımlarını etkileyen faktörleri incelemiştir. Elde edilen bulgular kur seviyesi ile yabancı sermaye girişi arasında ters orantılı bir ilişki olduğunu göstermiştir.

Türkiye'ye yönelik DYY miktarını etkileyen finansal göstergelere ilişkin oldukça sınırlı sayıda çalışma yapıldığı görülmektedir. Söz konusu çalışma sonuçları incelendiğinde faiz oranı, borsa endeksi ve döviz kurunun etkilerine ilişkin genel bir görüşe varmak için yeterli kanıtlara ulaşılamadığı belirlenmektedir. Bozkurt (2009) Türkiye ekonomisinde 1992-2008 dönemi için yapılan analizde BİST 100 endeksi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Ampirik bulgular Borsa endeksi ile DYY arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Baydaş ve Polat (2018) Türkiye'de BİST 100 endeksi ile DYY arasındaki ilişkiyi 2010 ile 2018 yılları arasında aylık verilerle analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlar borsa endeksindeki değişimlerle DYY oranı arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığı sonucunu göstermiştir. Lebe ve Ersungur (2011) yıllık veriler kullanarak 1980-2007 dönemi için faiz oranının doğrudan yabancı yatırımlara etkisini araştırmıştır. Analiz sonucunda faiz oranı ile DYY girişleri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Uzgören ve Akalın (2016) faiz oranının DYY üzerine etkisini 1991 ile 2013 yılları arasında araştırmıştır. Sonuçlar faiz ile DYY arasında kısa dönemde pozitif ilişki olduğunu gösterirken uzun dönemde istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Kar ve Tatlısöz (2008) doğrudan yabancı yatırımları etkileyen bir faktör olarak döviz kurunu ele almış ve 1980-2003 dönemi için incelemiştir. Tahmin sonuçlarına göre reel döviz kuru ile doğrudan yabancı arasında negatif bir ilişki gözlenmiştir. İlhan (2019) Türkiye'de faiz ve döviz kurunun yabancı sermaye girişi ile ilişkisini 2003-2018 yılları arasında araştırmış, uzun dönemde faiz ve döviz kuru değişkenleri ile yabancı sermaye girişi arasında anlamlı bir ilişki olmadığını gözlemlemiştir. Öte yandan Cambazoğlu ve Güneş (2016) yaptıkları araştırmada 2007 ile 2015 yılları arasındaki dönemi incelemiş ve döviz kuru artışlarının DYY girişlerini pozitif yönde etkilediğini belirlemiştir.

## **2. VERİ, MODEL VE EKONOMETRİK ANALİZ**

Bu bölümde finansal göstergelerdeki gelişmelerin Türkiye'ye yönelik DYY girişleri üzerindeki etkileri ampirik olarak incelenecektir. Bu çerçevede global faiz oranı, borsa endeksi ve döviz kurundaki gelişmelerin DYY girişleri üzerindeki etkisi ARDL yöntemi kullanılarak 2008Q4-2019Q4 dönemi için analiz edilmiştir. Araştırma dönemi 2008 krizi ile birlikte uygulanmaya başlayan küresel

parasal genişleme dönemini kapsamaktadır. Pandemi ile birlikte 2020 yılından sonra yeni bir ekonomik döneme girilmesi nedeni ile bu süreç araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır. Çalışmada ele alınan bütün değişkenler logaritmik formda kullanılmıştır. Global hisse senedi değerindeki (Ins&p) gelişmeler S&P 500 verisinden elde edilmiştir. Global faiz oranı değişkeni (Infaiz) ABD on yıllık devlet tahvil getirisi olarak ele alınmıştır. Her iki değişken için St. Louis FED veri tabanından yararlanılmıştır. Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişi (Indyy) verisi olarak net doğrudan yabancı yatırım yükümlülüklerin gayrisafi milli hasılaya oranı kullanılmıştır. Döviz kuru değişkeni (Indöviz) ise ABD dolarına karşı nominal TL değerini ifade etmektedir. Doğrudan yabancı sermaye girişleri ile kur verileri TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) elde edilmiştir.

Çalışmada finansal göstergelerin Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi aşağıda Eşitlik 1'de gösterilen model çerçevesinde tahmin edilmiştir. Modelde Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye girişi (Indyy) bağımlı değişken, global faiz oranı (Infaiz), global hisse senedi değeri (Ins&p) ve döviz kurundaki (Indöviz) gelişmeler ise bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir.

$$Indyy_t = \alpha_0 + Infaiz + Ins\&p + Indöviz + \varepsilon_t \quad (1)$$

Gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY girişlerini etkilemek açısından faiz oranı, hisse senedi değeri ve döviz kuru gibi finansal göstergeler çok güçlü teorik gerekçelere sahiptir. Klasik yatırım teorisi, girişimcilerin yüksek kar beklentisi oluşturmalarında düşük yatırım maliyetlerine daha çok önem verdiğini ileri sürer. Böylece ekonomideki düşük faiz oranları yatırımın finansman maliyetini ve dolayısıyla toplam maliyeti düşürmekte, bu da girişimcilerin kar beklentilerini yükselterek onları daha fazla yatırım yapmaya yönlendirmektedir. Tobin'in Q Teorisine göre bir şirketin borsadaki hisse senedi değerinin onun muhasebe değerine (yenileme maliyeti) bölünmesi ile bulunan Q oranının değer olarak 1'in üzerine çıkması şirketleri yeni yatırım kararları alması yönünde teşvik etmektedir. Çünkü bu durumda şirketler sahip oldukları sermayenin yenileme maliyetine göre borsalarda daha fazla getiri sağlamaktadır. Döviz kuru ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki çerçevesinde ise döviz kurunu artması sonucu yerli paranın değer kaybetmesi durumunda yabancı girişimciler için yatırım maliyeti azalmaktadır. Öyle ki, kur seviyesindeki artışlar ev sahibi ülkedeki varlıkları çok uluslu şirketlerin para birimlerine kıyasla çok ucuz hale getirerek daha az maliyetle yatırım yapma imkânı sunmaktadır. Öte yandan yabancı girişimciler bazen para birimi değer kaybeden ülkelerde yatırım yapmaya daha az istekli de olabilmektedir. Çünkü, yabancı girişimcilerin daha çok ihracata dayalı üretim yapmaları nedeniyle kur artışları çok uluslu şirketlerin döviz cinsinden gelirlerinin azalmasına neden olabilmektedir. Bunun için de yabancı girişimciler sürekli olarak yerli parası değer kaybeden ülkelerde yatırımdan çekinebilmektedir. Böylece kur seviyesi ile DYY stoku arasında pozitif ilişki olabileceği gibi negatif ilişki de olabilmektedir.

Çalışmamızda finansal göstergelerin Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkileri Pesaran ve Pesaran (1997), Pesaran ve Shin (1999), ve Pesaran vd., (2001) tarafından



geliştirilen ARDL modeli ile tahmin edilmiştir. ARDL yöntemi diğer zaman serisi analizleri ile karşılaştırıldığında iki önemli avantaja sahiptir. İlk olarak, bu yaklaşım geleneksel eşbütünlük testlerinden farklı olarak, seriler farklı entegrasyon derecelerine sahip olsa bile tahmin etme imkânı sağlamaktadır. İkinci olarak, küçük örneklerle elde edilen tahminlerde bile güvenilir ve tutarlı sonuçlar elde edilebilmektedir. Söz konusu yöntemin sağladığı bu avantajlar nedeniyle çalışmada ARDL yöntemi kullanılmıştır.

ARDL metodolojisi çerçevesinde öncelikle model içinde yer alan değişkenlere ait zaman serilerinin durağanlığı kontrol edilir. Çünkü ARDL metodolojisinde kullanılacak serilerin düzey veya birinci farkta durağan olması gerekmektedir. Daha sonra değişkenler arasındaki uzun dönemli etkileşim yani eşbütünlük ilişkisi sınır testi (Bound Test) ile araştırılmaktadır. Son olarak, değişkenler arasında bir eşbütünlük ilişkisi varsa, uzun ve kısa dönemde değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren katsayılar tahmin edilmektedir.

Ampirik analiz kapsamında ilk olarak Dickey ve Fuller (1981), Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen Augmented Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) birim kök testleri ile serilerin durağanlığı incelenmiştir. Serilerin durağanlığını araştıran ADF ve PP birim kök test sonuçları Tablo 1’de sunulmuştur. ADF ve PP birim kök testleri için sabit ve sabit+trend olmak üzere iki ayrı model tahmini kullanılmıştır. Faiz oranı (Infaiz), hisse senedi (Ins&p) ve döviz kuru (Indöviz) değişkenleri seviye değerlerinde birim kök içerirken birinci farkları alındığında durağanlaştıkları görülmektedir. Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı sermaye girişi (Indyy) serisinin ise düzeyde durağan olduğu belirlenmiştir. Böylece hem ADF hem de PP birim kök testleri, modelde ikinci farkta durağan seri olmadığı için, ARDL yaklaşımı ile yapılacak tahminlerin uygun olacağına işaret etmektedir.

**Tablo 1: Birim Kök Testi Sonuçları**

	ADF		PP	
	c	c+t	c	c+t
Ins&p	-2.213 (1) [0.204]	-3.535 (0) [0.047]	-1.056 (43) [0.724]	-3.402 (3) [0.064]
$\Delta$ Ins&p	-9.637 (0) [0.000]	-9.865 (0) [0.000]	-9.625 (4) [0.000]	-10.288 (4) [0.000]
Infaiz	-2.302 (1) [0.175]	-2.658 (1) [0.258]	-2.132 (1) [0.233]	-2.079 (0) [0.542]
$\Delta$ Infaiz	-5.286 (0) [0.000]	-5.232 (0) [0.000]	-5.247 (4) [0.000]	-5.197 (4) [0.000]
Indyy	-4.299 (0) [0.001]	-4.254 (0) [0.008]	-4.213 (5) [0.001]	-4.152 (5) [0.010]
Indöviz	2.932 (5) [1.000]	-2.134 (0) [0.988]	1.418 (4) [0.998]	-2.011 (4) [0.579]
$\Delta$ Indöviz	-4.411 (3) [0.001]	-5.331 (4) [0.000]	-5.913 (0) [0.000]	-6.819 (5) [0.000]

**Not:** Tabloda parantez ( ) içerisindeki değerler gecikme uzunluklarını, köşeli parantez [ ] içerisindeki değerler olasılık değerlerini, c sütunu yalnızca sabit katsayısı kullanılan, c+t ise hem sabit hem de sabit ve trendin kullanıldığı modelle gerçekleştirilen birim kök testi sonuçlarını göstermektedir.

Analiz edilen serilerin aynı dereceden bütünleşik [I(1)] ya da bazılarının [I(0)] olması durumu seriler arasında uzun dönemli etkileşimin yani eşitleşmenin sınır testi (Bond Test) çerçevesinde analiz edilmesine imkân vermektedir. Bu çerçevede yapılan sınır testi eşitlik 2’de belirtilen Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modeli (Unrestricted Error Correction Model) kullanılarak tahmin edilmiştir.

$$\Delta lndyy_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_1 \Delta lndyy_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_2 \Delta lns\&p_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_3 \Delta lnfaiz_{t-i} + \sum_{i=1}^m \alpha_4 \Delta lndöviz_{t-i} + \alpha_5 lndyy_{t-1} + \alpha_6 lns\&p_{t-1} + \alpha_7 lnfaiz_{t-1} + \alpha_8 lndöviz_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Tablo 2’de sunulan sınır testi sonuçları değişkenler arasında uzun dönem etkileşim yani eşbütünleşme ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Çünkü istatistiksel değer (12.3528) bütün durumlarda üst tablo değerinden büyüktür. Böylece analize katılan bütün değişkenler arasında %1 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi olduğuna karar verilmektedir.

**Tablo 2: Sınır Testi Sonuçları**

	<b>İstatistik Değeri</b>	<b>Anlamlılık Düzeyi</b>	<b>I(0)</b>	<b>I(1)</b>
<b>F Testi</b>	12.3528	%10	2.01	3.1
		%5	2.45	3.63
		%1	3.42	4.84

Eşbütünleşme ilişkisi bulunduğundan sonra, uzun dönem katsayılarını hesaplamak için ARDL tekniği çerçevesinde aşağıda eşitlik 3’de gösterilen model tahmin edilmiştir.

$$lndyy_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} lndyy_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{2i} lns\&p_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_{3i} lnfaiz_{t-i} + \sum_{i=0}^s \beta_{4i} lndöviz_{t-i} + e_t \quad (3)$$

Elde edilen uzun dönem katsayı sonuçları tablo 3’de sunulmuştur. Buna göre faiz oranları (lnfaiz) ile Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı sermaye girişleri (lnfdi) arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Öte yandan genel teorik öngörü çerçevesinde hisse senedi fiyatları (lns&p) ile sermaye girişleri arasında aynı yönlü ilişki bulunmuştur. Böylece Tobin’in Q teorisi çerçevesinde yükselen borsa endeksinin Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye girişlerini olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Öte yandan döviz kurundaki artış uzun dönemde yabancı sermaye girişleri (lnfdi) üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Üstelik döviz kurunun olumsuz etkisi (-0.2863) hisse senedinin olumlu etkisinden (0.0829) çok daha yüksek bulunmuştur.

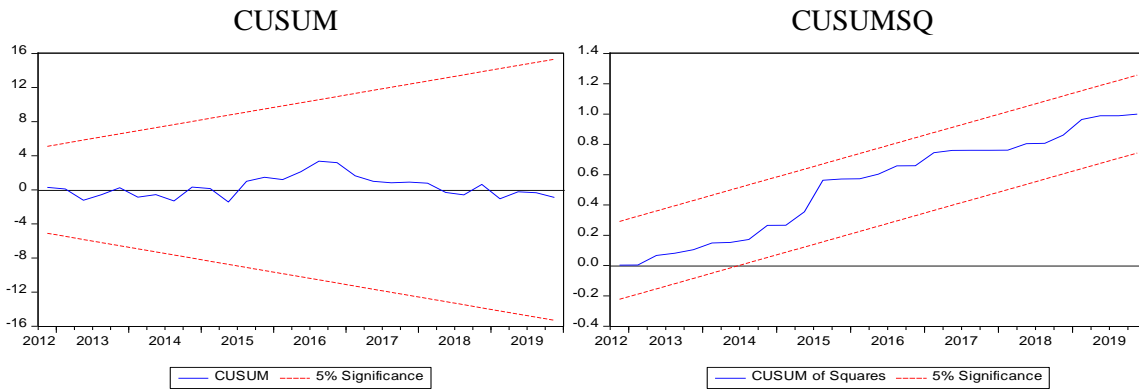
Tablo 3: Uzun Dönem Katsayıları ve Sağlamlık Testleri ARDL (2,2,3,3) modeli

Uzun Dönem Katsayıları			
Bağımlı Değişken: Indyy			
	Katsayı	Sdt. Hata	t istatistiği
Ins&p	0.082912***	0.029760	2.786015
Infaz	-0.228946	0.178032	-1.285985
İndöviz	-0.286349**	0.113580	-2.521127
İstatistiksel Testler			
$R^2 - \bar{R}^2$	0.67-0.55		
$\chi^2_{BG}$	0.9116 (0.47)		
$\chi^2_{WHITE}$	0.5311 (0.88)		
$\chi^2_{JB}$	0.2127 (0.89)		
$\chi^2_{RAMSEY}$	1.2218 (0.27)		

Not: \*\*\*, \*\* sırasıyla %1, %5 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Sağlamlık testlerinin karşısındaki değerler Ki-Kare istatistiklerini, parantez ( ) içerisindeki değerler ise olasılık değerlerini ifade etmektedir.

Tanısal testlerle ilgili olarak Breusch-Godfrey otokorelasyon testine ( $\chi^2_{BG}$ ) ait olasılık değeri (0.47) modelde otokorelasyon sorunu olmadığını göstermektedir. Modelde değişen varyans probleminin varlığı White Değişen Varyans testi ( $\chi^2_{WHITE}$ ) ile sınanmış ve olasılık değeri (0.88) modelde değişen varyans problemi ile karşılaşmadığını ortaya koymuştur. Tahminlerle ilgili Jarque-Bera normallik testi ( $\chi^2_{JB}$ ) olasılık sonucu (0.89) hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğunu belirlemiştir. Son olarak Ramsey-Reset testi ( $\chi^2_{RAMSEY}$ ) ile modelin fonksiyonel formunda bir hata olup olmadığı incelenmiştir. Elde edilen olasılık değeri (0.27) modelde spesifikasyon hatası olmadığına dair boş hipotezin kabul edilmesini sağlamıştır. Son olarak Şekil 1, CUSUM ve CUSUMSQ grafiklerini sunmaktadır. CUSUM ve CUSUMSQ istatistikleri %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırlar içerisinde yani iki çizgi arasında kaldığından modeldeki katsayıların istikrarlı olduğunu ifade eden sıfır hipotezi kabul edilmektedir.

Şekil 1: CUSUM ve CUSUMSQ Grafikleri



Çalışmada, aşağıda eşitlik 4'de belirlenen Hata Düzeltme Modeli (Error Correction Model) çerçevesinde, kısa dönem tahminler gerçekleştirilmiştir. Eşitlik 4'de yer alan hata düzeltme terimi (Error Correction Term),  $ECT_{t-1}$  katsayısının ( $\beta_5$ ) istatistiksel olarak anlamlı çıkması kısa dönem

tahmini için kullanılan modelde hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Başka bir ifade ile seriler arasında kısa dönemde yaşanan sapmaların ortadan kalkması neticesinde serilerin tekrar uzun dönem denge ilişkisine ulaşması söz konusu olmaktadır.

$$\Delta \text{Indyy}_t =$$

$$\beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta \text{Indyy}_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{2i} \Delta \text{lns\&p}_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_{3i} \Delta \text{lnfaiz}_{t-i} + \sum_{i=0}^s \beta_{4i} \Delta \text{Indöviz}_{t-i} + \beta_5 \text{ECT}_{(t-1)} + e_t \quad (4)$$

Yukarıda belirlenen eşitlik 4 çerçevesinde kurulan hata düzeltme modeli kullanılarak kısa dönem katsayı tahminleri gerçekleştirilmiş ve sonuçlar tablo 4’de sunulmuştur. Bulgular faiz oranının sadece bir gecikmeli değerinde Türkiye’ye yönelik yabancı yatırım girişini ters yönlü olarak etkilediğini göstermektedir. Seviye ve iki gecikmeli faiz oranı değişkenlerine ilişkin katsayı tahminleri istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. Öte yandan hisse senedi değişkeninde hem seviye hem de bir gecikmeli katsayı değerleri doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerinde istatistiki olarak anlamlı pozitif etkiye sahiptir. Kur değişkeni ise hem seviye hem de iki gecikmeli düzeyde doğrudan yabancı yatırım girişlerini istatistiki olarak anlamlı bir şekilde pozitif etkilemektedir. Modelin hata düzeltme terimi katsayısının (-0,9225) hem negatif hem de istatistiksel olarak anlamlı çıkması modelin hata düzeltme mekanizmasının etkin bir biçimde çalıştığını göstermiştir.

**Tablo 4: Hata Düzeltme Modeli Tahminleri**

	<b>Katsayı</b>	<b>Sdt. Hata</b>	<b>t istatistiği</b>
$\Delta \text{Indyy}(-1)$	0.364965***	0.118709	3.074456
$\Delta(\text{lns\&p})$	0.904935**	0.425077	2.128872
$\Delta(\text{lns\&p}(-1))$	0.922717**	0.405322	2.276506
$\Delta(\text{lnfaiz})$	-0.162187	0.285645	-0.567791
$\Delta(\text{lnfaiz}(-1))$	-0.567759*	0.278912	-2.035620
$\Delta(\text{lnfaiz}(-2))$	-0.414007	0.270782	-1.528931
$\Delta(\text{Indöviz})$	2.435992***	0.463724	5.253105
$\Delta(\text{Indöviz}(-1))$	0.863720	0.528027	1.635749
$\Delta(\text{Indöviz}(-2))$	2.640863***	0.550728	4.795221
$\text{ECT}(-1)$	-0.922583***	0.125497	-7.351452

**Not:** \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Kısa ve uzun dönem katsayı tahmin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde global faiz oranlarındaki gelişmelerin Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırımları üzerinde önemli derecede bir etkiye bulunmadığı belirlenmektedir. Faiz oranına ilişkin uzun dönem katsayısı istatistiki olarak anlamsız çıkarken kısa dönem tahminin de ise sadece iki dönem gecikmeli tahmin değeri istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Öte yandan hisse senedi değişkenine ilişkin tahminler hem kısa hem de uzun dönemde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Böylece hem kısa hem uzun dönemde Tobin’in Q teorisi çerçevesinde Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırımların global borsa endeksindeki artışlardan olumlu yönde etkilendiği görülmektedir. Döviz kuru değişkenine ilişkin kısa ve uzun

dönem tahmin sonuçları da genel olarak istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Kısa dönemde döviz kuru değişkeninin seviye ve iki gecikmeli değerleri ile doğrudan yabancı girişleri arasında pozitif ilişki vardır. Bu durum kurlar arttıkça yani Türkiye’de TL değer kaybettikçe yabancı girişimcilerin ellerinde değeri artan döviz ile yeni bir üretim birimi kurmanın veya var olan bir ekonomik birimi almanın daha kolay olmasından kaynaklanmaktadır. Uzun dönem tahminlerinde ise döviz kuru ile Türkiye’ye yönelik yabancı yatırım girişi arasında negatif bir ilişki olduğu görülmektedir. Buna göre kurulu yabancı yatırımların daha çok ihracat sektöründe faaliyet gösterdikleri göz önüne alındığında kur artışının bu kuruluşlar için döviz cinsinden önemli bir gelir kaybına yol açarak daha çok yatırım yapmalarını engellediği söylenebilir.

## **SONUÇ**

Doğrudan yabancı yatırım hareketlerinin global düzeyde artması sermaye birikimi konusunda sorun yaşayan gelişmekte olan ülkeler için sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarına ulaşmaları açısından önemli bir fırsat yaratmıştır. Bu çerçevede politika yapıcıların etkin politikalar tasarlaması için gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım girişini etkileyen faktörlerin belirlenmesi büyük önem kazanmıştır. Literatürde yapılan araştırmalar gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırım girişini etkileyen birçok faktör belirlemiştir. Özellikle son dönemde finansal piyasalardaki işlem hacminin artmasına bağlı olarak finansal göstergeler ile gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki çok daha fazla önem kazanmıştır. Bu bağlamda literatürde global faiz oranı, hisse senedi fiyatları ve döviz kurundaki değişimlerin doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisini araştıran birçok araştırma gerçekleştirilmiştir.

Yukarıda belirlenen tespitlerden hareketle çalışmamızda finansal değişkenlerin Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda, çalışmamızda finansal değişkenlerin Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerindeki etkisi ampirik olarak analiz edilmiştir. Bunun için global krizin başlangıcından pandemiye kadar geçen süreci içine alan 2008Q4-2019Q4 döneminde global faiz oranı, hisse senedi fiyatları ve döviz kurundaki değişimler ile Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki etkileşim ARDL modeli ile tahmin edilmiştir. Elde edilen bulgular Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişinde global hisse senedi fiyatlarındaki artışın başat rol oynadığını göstermiştir. Öte yandan, döviz kuru değişimlerinin doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişinde kısa ve uzun dönemde farklı yönde etki yarattığı belirlenmiştir. Buna göre, döviz kurundaki değer kaybı kısa dönemde doğrudan yabancı yatırımları artırsa da uzun dönemde daha güçlü ve negatif bir etki ortaya çıkarmaktadır. Döviz kurunun uzun dönemde ortaya çıkardığı etki Kar ve Tatlısöz (2008) sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Genel anlamda global faiz oranındaki değişimler ise doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir. Böylece, Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlarının teşvik edilmesinde, Tobin’in Q Teorisi çerçevesinde tasarlanacak politika uygulamaları daha çok önem kazanmaktadır.

## KAYNAKÇA

- Agarwal, S., & Mohtadi, H., (2004). Financial Markets and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries. *Global Finance Journal*, cilt.15, sa.1, 57-70.
- Agbloyor, E.K., Abor, J., Adjasi, C.K.D., & Yawson, A., (2013). Exploring the Causality Links between Financial Markets and Foreign Direct Investment in Africa. *Research in International Business and Finance*, sa.28, 118-134.
- Ahmed, T., & Ullah, S., (2012). Determinants of Inflow of Foreign Direct Investment (FDI) into Pakistan. *NICE Research Journal*, sa.5, 93-110.
- Arcabic, V., Globan, T., & Raguž, I., (2013). The Relationship between the Stock Market and Foreign Direct Investment in Croatia: Evidence from VAR and Cointegration Analysis. *Financial Theory and Practice*, cilt.37, sa.1, 109-126.
- Azubuike, A. E., Chidinma, O. F., & Chinwendu, N. N., (2017). Impact of Exchange Rate Depreciation on Foreign Direct Investment Inflows in Nigeria: Vector Error Correction Mechanism Approach. *Journal of Finance, Banking and Investment*, cilt.4, sa.2, 43-52.
- Batten, J.A., & Vo, X.V., (2009). An Analysis of the Relationship between Foreign Direct Investment and Economic Growth. *Applied Economics*, cilt.41, sa.13, 621-641.
- Baydaş, Y., & Polat, M., (2018). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Borsa İstanbul'a Etkisinin Belirlenmesi. *Bingöl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, cilt.2, sa.2, 37-46.
- Bilawal, M., Ibrahim, M., Abbas, A., Shuaib, M., Ahmed, M., Hussain, I., & Fatima, T., (2014). Impact of Exchange Rate on Foreign Direct Investment in Pakistan. *Advances in Economics and Business*, cilt.2, sa.6, 223-231.
- Bozkurt, H., (2009). Türkiye'de Doğrudan Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: CCC-MGARCH Modeli ile Tahmin. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, sa.36, 71-92.
- Cambazoğlu, B., & Güneş, S., (2016). The Relationship between Foreign Exchange Rate and Foreign Direct Investment in Turkey. *Economics, Management and Financial Markets*, cilt.11, sa.1, 284-293.
- Castro, P.G., Fernandes, E.A., & Campos, A.C., (2013). The Determinants of Foreign Direct Investment in Brazil and Mexico: An Empirical Analysis. *Procedia Economics and Finance*, cilt.5, sa.4, 231-240.
- Choong, C.K., Yusop, Z., & Soo, S.C. (2004). Foreign Direct Investment and Economic Growth in Malaysia: The Role of Domestic Financial Sector. *The Singapore Economic Review*, sa.50, 245-268.

- Chousa, J.P., Tamazian, A., Vadlamannati, K.C., (2008). Does Growth and Quality of Capital Markets Drive Foreign Capital? The Case of Cross-border Mergers and Acquisitions form Leading Emerging Economies. *Turkish Economic Association Working Papers*, sa.2008/5.
- Dickey, D.A., & Fuller, W.A., (1981). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica*, sa.49, 1057-1072.
- Eisner, R., & Nadiri, M.I., (1970). Neoclassical Theory of Investment Behavior: A Comment. *The Review of Economics and Statistics*, cilt.52, sa.2, 216-222.
- Fazira, D.R., & Cahyadin, M., (2018). The Impact of Interest Rate, Corruption Perception Index, and Economic Growth on Foreign Direct Investment in ASEAN-6. *Journal of Finance and Banking*, cilt.22, sa.4, 707-713.
- Fornah, S., & Yuehua, Z., (2017). Empirical Analysis on the Influence of Interest Rates on Foreign Direct Investment in Sierra Leone. *International Journal of Research in Business Studies and Management*, cilt.4, sa.12, 28-35.
- Ghazi, M., (2021). The Determinant of Foreign Direct Investment in Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, cilt.23, sa.2, 297-306.
- Gurshev, O., (2019). What Determines Foreign Direct Investment in Russia?. *Central European Economic Journal*, cilt.6, sa.53, 311-322.
- Hajilee, M., & Nasser, O.M., (2015). The Relationship between Financial Market Development and Foreign Direct Investment in Latin American Countries. *The Journal of Developing Areas*, cilt.9, sa.2, 227-245.
- İlhan, B., (2019). Carry Trade 2000’li Yıllarda Türkiye İçin Mümkün Mü?. *Akademik Hassasiyetler*, cilt.6, sa.11, 189-204.
- Kar, M., & Tatlısöz, F., (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, sa.1, 436-458.
- Kariuki, C., (2015). The Determinants of Foreign Direct Investment in the African Union. *Journal of Economics, Business and Management*, cilt.3, sa.3, 346-351.
- Kaur, M., Yadav, S.S., & Gautam, V., (2013). Financial System Development and Foreign Direct Investment: A Panel Data Study for BRIC Countries. *Global Business Review*, cilt.14, sa.4, 729-742.
- Kholdy, S., & Sohrabian, A., (2008). Foreign Direct Investment, Financial Markets and Political Corruption. *Journal of Economic Studies*, cilt.35, sa.6, 486-500.

- Koepke, R., (2019). What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys*, cilt.33, sa.2, 516-540.
- Kumari, R., & Sharma, A.K., (2017). Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries: A Panel Data Study. *International Journal of Emerging Markets*, cilt.12, sa.4, 658-682.
- Lebe, F., & Ersungur, Ş.M., (2011). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, sa.25, 321-339.
- Lee, J.W., (2015). Dynamic Relationships between Exchange Rates and Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from Korea. *Asian Economic Journal*, cilt.29, sa.1, 73-90.
- Lily, J., Kogid, M., Mulok, D., Sang, L. T., & Asid, R., (2014). Exchange Rate Movement and Foreign Direct Investment in Asean Economies. *Economic Research International*, sa.1, 1-10.
- Maryam, J., & Mittal, A., (2020). Foreign Direct Investment into BRICS: An Empirical Analysis. *Transnational Corporations Review*, cilt.12, sa.1, 1-9.
- MacDermott, R., (2008). Linking Exchange Rates to Foreign Direct Investment. *The International Trade Journal*, cilt.22, sa.1, 3-16.
- Mariel, P., & Pankova, V., (2010). Exchange Rate Effects on Foreign Direct Investment Focusing on Central European Economies. *Ekonomicky Casopis (Journal of Economics)*, cilt.58, sa.2, 176-187.
- Miyamoto, K., (2003). Human Capital Formation and Foreign Direct Investment in Developing Countries. *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Paper*, sa.211.
- Musyoka, N., & Ocharo, K.N., (2018). Real Interest Rate, Inflation, Exchange Rate, Competitiveness and Foreign Direct Investment in Kenya. *American Journal of Economics*, cilt.3, sa.1, 1-18.
- Nada, F., & Hebatallah, G., (2020). Impact of Foreign Exchange Rate on Foreign Direct Investment: Egypt Case. *Revue du Lareiid*, cilt.6-7, sa.1, 138-157.
- Nasser, O.M., & Gomez, X.G., (2009). Do Well-Functioning Financial Systems Affect the FDI Flows to Latin America?. *International Research Journal of Finance and Economics*, sa.29, 60-75.
- Pesaran, M.H., & Pesaran, B., (1997). *Working with Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis*. Oxford: Oxford University Press.
- Pesaran, M.H., & Shin, Y., (1999). An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis. *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, Cambridge: Cambridge University Press.



- Pesaran, M.H., Shin, Y., & Smith, R.S., (2001). Bound Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, cilt.16, sa.3, 289-326.
- Phillips, P.C.B., & Perron, P., (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, cilt.75, sa.2, 235-346.
- Singhania, M., & Gupta, A., (2011). Determinants of Foreign Direct Investment in India. *Journal of International Trade Law and Policy*, cilt.10, sa.1, 64-82.
- Takagi, S., & Shi, Z., (2011). Exchange Rate Movements and Foreign Direct Investment: Japanese Investment in Asia, 1987-2008. *Japan and the World Economy*, cilt.23, sa.4, 265-272.
- Uzgören, E., & Akalın, G., (2016). Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, sa.49, 63-77.