

ARAŞTIRMA MAKALESİ / RESEARCH ARTICLE

# YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARINI ETKİLEYEN UNSURLAR: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

## FACTORS AFFECTING FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS: A RESEARCH ON TÜRKİYE

Çağatay MİRGEN<sup>ID</sup>

### Öz

Portföy yatırımları çoğunlukla hisse senetleri, kamu veya özel kuruluşların çıkardığı borç senetleri ve diğer para piyasası araçlarını barındırmaktadır. Yatırımcılar, bir dizi faktörü göz önünde bulundurarak hangi finansal araçlara yatırım yapacaklarına karar vermektedirler. Bu kapsamda çalışmanın amacı, yabancı yatırımcıların kararlarını etkileyen ekonomik ve finansal değişkenleri belirlemektir. Yabancı portföy yatırımları bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler olarak faiz oranı, döviz kuru ile seçili endeksler olan BIST 100, Dow Jones 30, Nasdaq 100, FTSE 100 ve DAX ele alınmıştır. Çalışmada kullanılan veri seti, Mart 2011 ile Temmuz 2023 yılları arasındaki aylık verileri kapsamaktadır. Araştırmada ARDL sınır testi kullanılarak, kurulan model için değişkenlerin kısa ve uzun dönem ilişkileri incelenmiştir. Bulgular, döviz kuru, BIST 100, Nasdaq 100, FTSE 100 ve DAX'ın yabancı portföy yatırımları üzerinde anlamlı etkileri olduğunu, faiz oranı ve Dow Jones 30'un ise anlamlı bir etkisinin olmadığını ortaya koymuştur. Özellikle döviz kurunun negatif, BIST 100, Nasdaq 100 ve FTSE 100'ün ise pozitif etkileri tespit edilmiştir. Bu sonuçlar döviz kuru ve borsa endekslerinin yabancı yatırımcıların karar alma süreçleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olabileceğini göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Yabancı Portföy Yatırımları, ARDL, Türkiye

**Jel Sınıflandırması:** G11, G15

### Abstract

Portfolio investments primarily consist of stocks, debt instruments issued by public or private entities, and other money market instruments. Investors determine their investment preferences based on various economic and financial factors. This study aims to identify the key determinants influencing foreign

\* Dr. Öğr. Üyesi, Milli Savunma Üniversitesi, Kara Astsubay MYO, İşletme Yönetimi Bölümü, Balıkesir, E-Mail: cmirgen@msu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-0970-0121

**How to cite this article/Atf için:** Mirgen Ç. (2025). Yabancı portföy yatırımlarını etkileyen unsurlar: Türkiye üzerine bir araştırma. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 47(1), 77-95. DOI: 10.14780/muiibd.1495318

Makale Gönderim Tarihi: 03.06.2024

Yayına Kabul Tarihi: 11.01.2025

Benzerlik Oranı: %13



Content of this journal is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.

investors' decisions. Foreign portfolio investment is considered as the dependent variable, while the interest rate, exchange rate, and selected stock indices (BIST 100, Dow Jones 30, Nasdaq 100, FTSE 100, and DAX) are examined as independent variables. The analysis is based on monthly data covering the period from March 2011 to July 2023. The short – and long-term relationships among the variables are analyzed using the ARDL bounds testing approach. The empirical findings indicate that the exchange rate, BIST 100, Nasdaq 100, FTSE 100, and DAX significantly influence foreign portfolio investments, whereas the interest rate and Dow Jones 30 do not exhibit a statistically significant impact. Specifically, while the exchange rate negatively affects foreign portfolio investments, BIST 100, Nasdaq 100, and FTSE 100 exert a positive influence. These results underscore the critical role of exchange rate fluctuations and stock market performance in shaping foreign investors' decision-making processes.

**Keywords:** Foreign Portfolio Investments, ARDL, Türkiye

**Jel Classification:** G11, G15

## 1. Giriş

Uluslararası firmalar, yurt dışındaki kuruluşlarla iş yapan işletmeler veya yatırımcılar, bir dizi finansal faktörü dikkate almak durumundadır. Bu faktörler arasında döviz kurları, ülkeler arasında değişen faiz oranları, vergi konuları ve yabancı yatırımların teşvik edilmesi veya engellenmesi gibi konular bulunmaktadır (Berk, 2017: 552). Uluslararası yatırımlar; portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar olarak iki grupta incelenebilmektedir. Doğrudan yatırımlardan farklı olarak, üretime yönelik bir amacın hedeflenmediği ve bu nedenle sabit varlık yatırımlarını içermeyen, bunun yerine başka ülkelerdeki para ve/veya sermaye piyasalarında işlem yapma imkânı tanıyan hisse senedi, bono, tahvil gibi finansal araçlara yatırım yapılması portföy yatırımlarını oluşturmaktadır. Doğrudan yatırımlarla karşılaştırıldığında, önemli farkların başında yönetim ve kontrol konusu gelmektedir. Doğrudan yatırımlar yatırımcıların şirket yönetimine ve kontrolüne etki etmesini sağlarken, portföy yatırımlarında bu yetki bulunmamaktadır. Diğer bir fark ise doğrudan yatırımların sermayeye ilave olarak işletmecilik bilgisi ve üretim teknolojisini de sağlamasıdır. Fakat uluslararası portföy yatırımları, yatırımcıların getirilerini maksimize edebilecek risk-getiri dengesini sağlamada yardımcı olabilecektir. Markowitz (1952) ve Sharpe (1964) çalışmalarında belirttiği gibi finansal varlıkların çeşitlendirilmesi ile riskin azaltılması sağlanabilecektir. Bu kapsamda portföyün uluslararası boyut kazanması, sadece ulusal piyasa finansal araçlarına dayanan bir portföye göre riskin düşürülmesine yardımcı olabilecektir. Portföy yatırımları her ne kadar sıcak para terimi ile genellikle kısa vadeli yatırımları ifade etse de özellikle kurumsal yatırımcılar tarafından uzun vadeli finansal araçlara yönlendirilen kaynaklar ile yatırım yapılan ülkenin reel sektörü için büyük önem taşımaktadır (Turaboğlu, 2018: 339).

Portföy yatırımlarını ilgilendiren bir diğer kavram ödemeler dengesidir. Ödemeler dengesi, belirlenen bir dönemde bir ülke için yerel ve yabancı ülkelerdeki yerleşikler arasındaki ekonomik işlemlerin bir özetini oluşturmaktadır (Madura, 2012: 27). Ödemeler dengesinde bulunan finans hesabının önemli alt kalemlerinden biri portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları, hisse senetleri ve yatırım fonu payları ile borç senetleri olmak üzere “Net Yükümlülük Oluşumu” ve “Net Varlık Edinimi” olarak iki ana başlık altında sınıflandırılmaktadır. Net yükümlülük oluşumu, yurt dışındaki yerleşiklerin Türkiye’ye yaptıkları portföy yatırımları ile getirdikleri parayı ifade ederken; net varlık edinimi, Türkiye’de yerleşik olanların yurt dışına yaptıkları portföy yatırımları ile yurt dışına çıkardıkları parayı ifade etmektedir. (Bulut vd., 2018: 61). Türkiye Cumhuriyeti

Merkez Bankası'nın (TCMB) paylaştığı ödemeler dengesi gelişmeleri Mart 2024 verilerine göre portföy yatırımları, yurt dışı yerleşikler sadece hisse senedi piyasasında 236 milyon ABD doları net alış gerçekleştirilmiştir. "Net Yükümlülük Oluşumu" ise 1.422 milyon ABD doları olmuştur. Fakat "Net Yükümlülük Oluşumu" şubat ayına göre (6.222 milyon ABD doları) büyük bir düşüş yaşanmıştır. Portföy yatırımlarının likiditesinin yüksek olması, yatırımcıların herhangi bir düzensizlik karşısında yatırımlarını ülkeden çekme olanağı tanımaktadır. Yatırım yapılan ülkelerdeki bozulan istikrar ise bu ülkeleri yatırım açısından riskli konuma getirmektedir. Bu nedenle yabancı yatırımı çekmek kadar, onların kalıcı olmasını sağlamakta önemli bir etmen olmaktadır. Bu kapsamda çalışmanın amacı yabancı portföy yatırımlarını etkileyen unsurların Türkiye özelinde araştırılmasıdır.

## 2. Literatür Taraması

Literatür incelendiğinde yabancı portföy yatırımlarını etkileyen değişkenler üzerine yapılan çeşitli araştırmalar görülmektedir. Doğukanlı ve Çetenak (2008), yabancı portföy yatırımlarının risk paylaşımına ve etkin kaynak dağılımına imkân sağladığı ve hisse senedi getirisi üzerinde etkili olduğunu belirtmişlerdir. Yıldız (2012), yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi için çeşitli değişkenler üzerine analiz gerçekleştirmiştir. Arslan ve Çiçek (2017), yabancı portföy yatırımlarının Türkiye'de döviz kuru üzerinde önemli bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Şenol ve Koç (2018), yabancı portföy yatırımlarının Borsa İstanbul, faiz oranı ve döviz kuru üzerinde etkili olduğu ve döviz kurunun da yabancı portföy yatırımlarını etkilediğini ortaya koymuşlardır. Aydın ve Aksoy (2023), doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının BIST100 endeksi ile uzun dönemli bir ilişkisi olduğu ve dolar kuru arasında da ilişki bulunduğu ancak portföy yatırımları ile ilişkinin anlamlı olmadığını tespit etmişlerdir. Ayrıca portföy yatırımları ile risk göstergesi olarak kullanılan CDS, VIX Endeksi ve kredi notları arasındaki ilişkilerin araştırıldığı çalışmalarda bulunmaktadır. Sevil ve Ünkaracalar (2020), portföy yatırımları ile CDS primleri arasında negatif bir ilişki olduğu ve kısa dönemli bir etkinin varlığı bulunmuştur. Telek (2020), Türkiye'ye yapılan portföy yatırımları ile VIX Endeksi arasında kısa dönemde VIX endeksinin portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisinin olduğunu saptamıştır. Güngör (2021), VIX Korku Endeksi ile döviz kurunu, portföy yatırımları ilişkisini araştırmıştır. Keskin (2021), kredi notlarının Türkiye'deki portföy yatırımları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisinin olduğu bulunmuş, ancak etkinin derecesinin zayıf olduğu belirtilmiştir. Literatürde incelenen bu çalışmalara ait daha detaylı açıklamalara aşağıdaki Tablo 1'de yer verilmiştir.

**Tablo 1:** Literatür Taraması

Yazarlar	Zaman Aralığı (Dönem)	Yöntem	Değişkenler	Temel bulgular
Aydın ve Aksoy (2023)	2005-2021 (Aylık)	ARDL Sınır Testi	BIST100, küresel doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımı, dolar kuru	Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının BIST100 endeksi ile uzun vadede ilişkili olduğu, ancak bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Keskin (2021)	1998-2019 (Çeyreklik)	ARDL Sınır Testi	S&P, Fitch ve Moody's Kredi Notları, Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar / GSYİH	Kredi notlarının portföy yatırımları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmaktadır.
Güngör (2021)	2009-2021 (Aylık)	ARDL Sınır Testi	VIX Endeksi, Döviz Kuru, Portföy Yatırımları	Uzun vadede döviz kurunun portföy yatırımları üzerinde önemli bir etkisi olduğu belirlenmiştir. Kısa vadede ise döviz kuru portföy yatırımları üzerinde negatif ve anlamlı bir etki gösterirken, VIX Korku Endeksi değişkeni portföy yatırımları üzerinde pozitif ve anlamlı bir etki göstermektedir.
Telek (2020)	2004-2019 (Çeyreklik)	ARDL Sınır Testi	VIX Endeksi, Döviz Kurları, Portföy Yatırımları	Portföy yatırımlarını VIX endeksi kısa dönemde pozitif etkiler.
Sevil ve Ünkaracalar (2020)	2010-2018 (Çeyreklik)	Johansen Eşbütünleşme Testi, FMOLS	CDS Primleri, Portföy Yatırımları	Portföy yatırımlarının CDS primlerini negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.
Şenol ve Koç (2018)	2006-2016 (Çeyreklik)	Otoregresif Model (VAR)	Yabancı Portföy Yatırımları, BIST100, Faiz Oranı ve Döviz Kuru	Yabancı portföy yatırımlarındaki değişiklikler, borsa performansı, döviz kuru ve faiz oranları ile açıklanabilmektedir.
Arslan ve Çiçek (2017)	2006-2016 (Çeyreklik)	VAR Analizi	Yabancı Portföy Yatırımları, Yurtiçi Faiz Oranı, Reel Döviz Kuru	Portföy yatırımlarında meydana gelen bir şok, reel döviz kurunu çok düşük bir düzeyde olumsuz etkilerken, reel döviz kurundaki bir şok, yabancı portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilemektedir.
Yıldız (2012)	1999-2009 (Aylık)	Çoklu Regresyon Modeli	Yabancı Portföy Yatırımları, Rezerv, GSYH, Cari Denge, Büyüme Hızı, DİBS, Enflasyon Oranı, İMKB Getiri Oranı, ABD Faiz, Dow Jones Endeksi, Gelişmiş Ülkelerin Büyüme Hızı	Büyüme hızı, enflasyon, Dow Jones endeksi ve İMKB etkilidir.
Doğukanlı ve Çetenak (2008)	1997-2006 (Aylık)	VAR Analizi	Net Yabancı Portföy Yatırımı, Hisse Senedi Getirisi (İMKB100), Sanayi Üretim Endeksi	Yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasında bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

Literatürde incelenen değişkenler arasındaki ilişkinin varlığını ortaya koymak amacıyla farklı analiz yöntemlerinden faydalandığı görülmektedir. Farklı zaman aralıklarına ait veri setleri için ise aylık ve çeyreklik veriler tercih edilmiştir. Ayrıca farklı ülkelerde yabancı portföy yatırımlarını etkileyen çeşitli faktörler de incelenmiştir. Ezirim vd. (2022) tarafından Nijerya'da 1986-2019 dönemine ilişkin verilerle yapılan çalışmada, döviz kuru, enflasyon, faiz oranı, reel GSYİH ve vergi gibi değişkenlerin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışma, döviz kurunun yabancı portföy yatırımları üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu, enflasyon ve verginin de

önemli ölçüde etkili olduğunu ortaya koymuştur. Nwosa ve Adeleke (2017) tarafından Nijerya için gerçekleştirilen bir başka çalışmada 1986-2016 yılları arasındaki verilerle yabancı portföy yatırımı oynaklığının belirleyicileri incelenmiştir. Yerel faiz oranı ve borsa kapitalizasyonunun ise Nijeryadaki yabancı portföy yatırımı oynaklığının önemli belirleyicileri olduğunu saptamışlardır.

Yabancı portföy yatırımları üzerine yapılan çalışmalar, döviz kuru ve makroekonomik göstergelerin önemli etkilerini vurgulamaktadır. Chi (2023) tarafından Vietnam için yapılan bir çalışmada, 2007-2022 dönemine ilişkin verilerle para arzı, makroekonomik göstergeler ve yabancı portföy yatırımı arasındaki ilişki incelenmiştir. Sonuç olarak döviz kurlarının yabancı portföy yatırımlarını olumsuz etkilediği ortaya koyulmuştur. Para arzının genişletilmesi ve uygun faiz oranı politikalarının uygulanmasının yabancı portföy yatırımı artırabileceği vurgulanmıştır. Ngure vd. (2022) ise Doğu Afrikada 2016-2020 dönemine ilişkin verilerle yaptıkları çalışmalarında döviz kuru, gayri safi yurtiçi hasıla, faiz oranı ve enflasyon oranının hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri ve bu ilişkiye yabancı portföy yatırımının müdahale eden etkisini incelemişlerdir. Sonuçlar, yabancı portföy yatırımının hisse senedi getirilerini pozitif ve anlamlı şekilde etkilediğini ortaya koymuştur. Bu bulgular, yabancı yatırımı çekmek ve yüksek hisse senedi getirileri sağlamak için elverişli bir ortam oluşturulmasının önemini vurgulamaktadır.

Hindistan, Çin ve Endonezya üzerine yapılan çalışmalar da yabancı portföy yatırımlarının döviz kuru ve borsa performansı üzerindeki etkilerini incelemektedir. Jacob vd. (2022), Hindistan'da döviz kuru ve yabancı portföy yatırımı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yabancı portföy yatırımlarının Hindistan rupisinin değer kazanmasına yol açtığını bulmuşlardır. Haider vd. (2017) ise Çin'de 2007-2015 dönemini kapsayan çalışmalarında, borsa performansının yabancı portföy yatırımı üzerinde pozitif etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, 2008 yılında meydana gelen Asya mali krizi ve 2015 yılında yaşanan Şanghay Hisse Senedi Endeksi çöküşü gibi tarihi olayların Çin'deki yabancı portföy yatırımı önemli ölçüde etkilediği belirlenmiştir. Salim ve Hariandja (2018) tarafından gerçekleştirilen ve Endonezya için 2009-2016 dönemini kapsayan çalışmaya göre yabancı portföy yatırımı, döviz kuru ve hisse senedi fiyat endeksi üzerinde pozitif etki göstermektedir.

Literatürde yapılan çalışmalar, yabancı portföy yatırımlarını etkileyen çeşitli ekonomik ve finansal değişkenlerin önemini vurgulamaktadır (Chi, 2023; Ngure vd., 2022; Jacob vd., 2022; Salim ve Hariandja, 2018; Haider vd., 2017). Genel olarak, döviz kuru, enflasyon, faiz oranları, borsa performansı ve makroekonomik göstergeler gibi faktörlerin yabancı portföy yatırımlarında belirleyici rol oynadığı görülmektedir. Türkiye'de ve farklı ülkelerde yapılan bu araştırmalar, değişkenlerin yabancı portföy yatırımlarına olan etkilerini farklı perspektiflerden ele alarak, yatırımcıların risk alguları ve piyasa dinamiklerini nasıl etkilediğini incelemektedir. Döviz kuru ve makroekonomik göstergeler, yabancı yatırımcıların yatırım kararlarında kritik bir rol oynamaktadır. Ayrıca, finansal risk göstergeleri ve kredi notlarının da yabancı portföy yatırımları üzerinde anlamlı etkileri olduğu görülmektedir.

### 3. Veri Seti ve Araştırma Yöntemi

Araştırma kapsamında Mart 2011 ile Temmuz 2023 dönemini içeren aylık veri setinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda her bir değişken için veri seti 149 gözlemden oluşmaktadır. Literatürde incelenen çalışmalardan; Aydın ve Aksoy (2023), Güngör (2021), Yıldız (2012), Doğukanlı ve Çetenak (2008) çalışmalarında aylık veri setleri ile çalıştıkları görülmektedir. Portföy yatırımları, faiz oranı ve döviz için veri setine TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) yardımıyla ulaşılmış ve analize uygun hale getirilmiştir. Borsa endeks kapanış değerlerine ise DataSteram vasıtasıyla ulaşılmıştır. Toplam TRY üzerinden açılan mevduatlar için EVDS üzerinden sağlanan aylık veri setine 2000 yılı haziran ayına kadar ulaşılabilmektedir. Borsa endeksleri içinde veri sağlayıcı tarafından 2004 yılının ağustos ayına kadar olan veri sunulmaktadır. Bu kapsamda daha geniş veri setiyle çalışılması, kullanılan yönteme ait varsayımların sağlanamaması nedeniyle gerçekleştirilememiştir. Bu durumdan çalışmanın kısıtı olarak bahsedilebilir. Çalışma kapsamında faiz oranı, döviz, BIST 100, Dow Jones 30, Nasdaq 100, FTSE 100, DAX endekslerinin portföy yatırımlarını etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. Yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye'deki portföy yatırımlarının ülkelere göre dağılımı EVDS tarafından sağlanmamaktadır. Fakat yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye'deki doğrudan yatırımlarının ülkelere göre dağılımına ulaşılmaktadır. Buna göre 2023 yılında Amerika, Almanya ve İngiltere'deki yerleşik kişiler tarafından toplam 1.293 milyon ABD Doları ve 2024 yılının ilk üç ayında ise 481 milyon ABD Doları doğrudan yatırım yapılmıştır. Bunlar, tüm ülkeler tarafından Türkiye'ye yapılan doğrudan yatırımların 2023 yılı için %23'üne, 2024 ilk çeyreği için ise %39'una karşılık gelmektedir. Her ne kadar doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımları farklı yatırım kalemleri olsa da endeks seçimi için bu verilerden yararlanılmıştır. Bu kapsamda Amerika, Almanya ve İngiltere'ye ait önemli borsa endeksleri analize dahil edilmiştir. Veri setinde ele alınan değişkenlere ait açıklamalara aşağıdaki Tablo 2'de yer verilmiştir.

**Tablo 2:** Değişkenler ve Açıklamaları

Değişken	Açıklama
Yabancı Portföy Yatırımları	Net Yükümlülük Oluşumu (Milyon ABD Doları), yurt dışı yerleşiklerin yurt içindeki yatırımları
Faiz Oranı	Toplam TRY (Türk Lirası) üzerinden açılan mevduatlara uygulanan ortalama faiz oranı
Döviz	ABD Doları (Döviz Satış)
BIST 100	BIST 100, Borsa İstanbul'da işlem gören en likit ve büyük 100 şirketin hisse senetlerinin performansını ölçen endekstir. Bu endeks, Türkiye'nin ekonomik durumu ve borsadaki genel eğilim hakkında önemli bilgiler vermektedir.
Dow Jones 30	Dow Jones Borsası endüstri endeksi ABD'nin önemli hisse senedi endekslerinden biridir. En büyük otuz şirketi içermektedir.
Nasdaq 100	ABD'de bulunan Nasdaq borsasında işlem gören en büyük 100 teknoloji şirketini içeren bir endekstir. Bu endeks, genellikle teknoloji, internet, telekomünikasyon, sağlık ve perakende sektörlerinden şirketleri kapsamaktadır.
FTSE 100	Londra Borsası'nda işlem gören en büyük 100 İngiliz şirketini içeren endekstir. Bu endeks, İngiltere'nin en büyük ve en değerli şirketlerini temsil etmektedir.
DAX	Almanya'nın en önemli hisse senedi endeksidir. En büyük kırk şirketi içermektedir.

TCMB'nin (2024) hazırlamış olduğu Portföy Yatırımları, Net Yükümlülük Oluşumu verisi için yurt dışında gerçekleştirilen tahvil ihraçlarının veri kaynağı TCMB ve banka raporları olarak belirtilmiştir. Banka ve diğer sektör tarafından yurt içinde ihraç edilen borç senetleri ile Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen hisse senedi işlemlerinin veri kaynağı Merkezi Kayıt Kuruluşu'dur. Öte yandan, DİBS verileri saklama hizmeti veren bankaların raporlarından sağlandığı vurgulanmıştır.

**Tablo 3:** Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Yabancı Portföy Yatırımları	Faiz Oranı	Döviz	BIST 100	Dow Jones 30	Nasdaq 100	FTSE 100	DAX
Ortalama	751.8255	13.08839	5.779867	22332.55	1298.777	6976.427	6745.024	11178.87
En Y. Değ.	9061.000	27.28000	26.47034	36338.30	7216.960	16320.08	7876.280	16446.83
En. D. Değ.	-5982.000	6.480000	1.522938	10913.38	512.6700	2139.180	5128.480	5502.020
Std. Sap.	2463.629	4.791256	5.328350	7448.670	1165.579	4128.407	658.4295	2725.964
Jarque-Bera	5.232861	19.56143	115.7404	11.13871	644.9695	17.37087	7.882520	4.016051
	(0.073063)	(0.000057)	(0.000000)	(0.003813)	(0.000000)	(0.000169)	(0.019424)	(0.134254)
( ) içindeki değerler Jarque-Bera için olasılık değerini ifade etmektedir.								

Yukarıda Tablo 3'te verilen değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere göre değişkenlere ait ortalama, en yüksek değer, en düşük değer, standart sapma ve Jarque-Bera değerlerine yer verilmiştir.

Zaman serisi analizlerinde durağanlık koşulunu sağlamayan veriler ile gerçekleştirilen analizler sahte regresyona sebebiyet verebilmektedir. Bu durumu ortadan kaldırmak için serilerin farkı alınarak durağan hale getirilmesi sağlanabilir. Fakat farkı alınan seriler arasında gerçekleştirilecek analizde uzun dönemli ilişki de ortadan kalkmaktadır. Bu nedenle serilerin farkı alınmadan eşbütünleşme testleri yardımıyla uzun dönemli ilişki analiz edilmektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2017: 560). Engle ve Granger tarafından 1987 yılında ortaya atılan eşbütünleşme testi sonrasında yöntemin sınırlılıklarını aşmak için, 1988'de Johansen tarafından yeni bir eşbütünleşme testi geliştirilmiştir. Engle ve Granger (1987), tek denklem yaklaşımını kullanarak değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Ancak, Johansen (1988) çok denklem yaklaşımını tercih ederek, değişkenler arasında birden fazla eşbütünleşme ilişkisi olabileceği gerçeğine odaklanmıştır. Engle ve Granger (1987) ve Johansen (1988) tarafından ortaya atılan eşbütünleşme testlerinin kullanılabilmesi, serilerin birinci farklarında durağan olması koşuluna bağlıdır (Gülcan ve Özdemir, 2021:148). Yani değişkenlerin aynı düzeyde, I(1) seviyesinde durağan olması gerekmektedir. Daha sonra, Pesaran vd. (2001) tarafından önerilen ARDL sınır testi literatürde yerini almıştır. Bu testin farkı aynı derecede durağan olmayan değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını sına imkânı sunmasıdır. ARDL sınır testi yaklaşımında, değişkenlerin düzeyde ve/veya birinci farklarında durağan olabilmesi koşulu varsayılırken, ikinci farklarında durağanlık durumunun göz ardı edildiği ve bu durumda F istatistiği kritik değerlerinde geçersiz sonuçlara yol açabileceği Ouattara (2004) tarafından vurgulanmıştır. Bu nedenle, değişkenlerin durağanlık seviyelerinin belirlenmesi ve ikinci farklarında durağan olmadığının doğrulanması, sonuçların güvenilirliği açısından önemlidir.



Uzun dönemli ilişkiler belirlendikten sonra, kısa dönemli ilişkileri saptamak için ARDL sınır testi modeline hata düzeltme terimi (ECM) eklenerek modeldeki bu katsayı ile kısa dönemde oluşan bir dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltilebileceğini belirlenebilmektedir. Hata düzeltme terimine ait katsayının negatif ve anlamlı olması beklenmektedir. Bu, kısa dönemdeki sapmanın ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini göstermektedir (Esen vd., 2012: 258). Literatürde benzer yöntemle çalışmalar yürütüldüğü görülmektedir (Telek, 2020; Güngör, 2021 Keskin, 2021; Aydın ve Aksoy, 2023).

Çalışma kapsamında değişkenlerin farklı düzeylerde durağan olması nedeniyle ARDL sınır testi yardımıyla tahmin gerçekleştirilmiştir. Durağanlık düzeylerinin belirlenmesi için Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri uygulanmıştır. ARDL sınır testi ile uzun ve kısa dönem ilişkilerde incelenebilmektedir. Modele ilişkin denklem ise aşağıda sunulmuştur (Pesaran, Shin ve Smith, 2001: 293).

$$\Delta y_t = c_0 + c_1 t + \pi_{yy} y_{t-1} + \pi_{yx} x_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \psi_i \Delta z_{t-i} + \omega' \Delta x_t + \theta w_t + u_t$$

Yukarıdaki denklemde  $y_t$ , bağımlı değişken;  $x_t$ , bağımlı değişken dışında kalan ve aralarında uzun dönem ilişkisi aranan değişkenleri;  $\omega_t$ , tam bağımsız değişkenler vektörü (gölge değişken vs.);  $c_0$ , otonom parametre;  $t$ , trend değişkenini;  $\pi_{yy}$  ve  $\pi_{yx}$  parametrelerin uzun dönem çarpanlarını;  $u_t$ , otokorelasyonsuz hata terimini ifade etmektedir. Bu kapsamda yabancı portföy yatırımlarını etkileyen unsurların araştırılması için yabancı portföy yatırımları bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Bağımsız değişkenler için ise Tablo 2'de açıklamalarının da yer aldığı faiz oranı, döviz, BIST 100, Dow Jones 30, Nasdaq 100, FTSE 100, DAX değişkenlerine yer verilmiştir.

#### 4. Analiz ve Bulgular

Yabancı portföy yatırımları üzerinde etkisinin araştırıldığı değişkenler için aralarındaki kısa ve uzun dönemde ilişkinin varlığını ortaya koymak amacıyla ARDL sınır testi kullanılmıştır. Değişkenlerin farklı düzeylerde durağan olması durumunda ARDL sınır testinin kullanılması uygun olmaktadır. Bu kapsamda Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri gerçekleştirilmiştir. Aşağıda Tablo 4. de sonuçları verilen birim kök testlerine göre her iki birim kök testinde de yabancı portföy yatırımları düzeyde durağanken diğer değişkenlerin tümü birinci farklarında durağanlığı sağlamaktadır. Bu kapsamda yabancı portföy yatırımlarının I(0) düzeyinde diğer değişkenlerin ise I(1) düzeyinde durağan olduğu görülmektedir. Ayrıca değişkenlerin durağanlık seviyesinin I(2) olmadığı tespit edilmiştir. Tong vd. (2020), Moawad (2019), Chandio vd. (2019) çalışmalarında uyguladıkları ARDL sınır testi kapsamında bağımlı değişkenin I(0) düzeyinde durağan olduğu görülmektedir. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda ARDL sınır testinin kullanılarak uzun ve kısa dönem ilişkilerin araştırılması uygun görülmüştür.

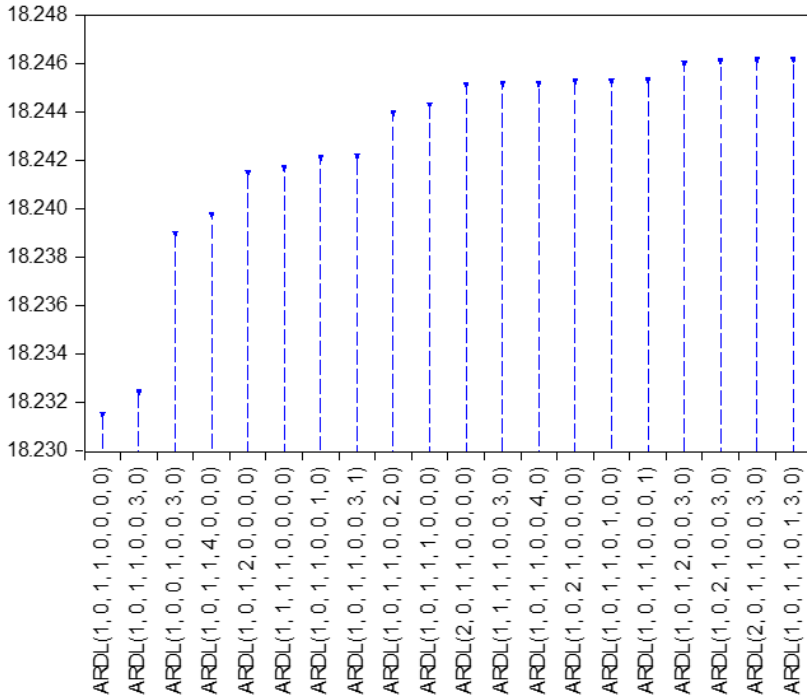


**Tablo 4:** Birim Kök Testlerine ait Sonuçlar

		Değişkenler		Yabancı Portföy Yatırımları	Faiz Oranı	Döviz	BIST 100	Dow Jones 30	Nasdaq 100	FTSE 100	DAX
Augmented Dickey-Fuller (ADF)	I(0)	Sabitli ve Trendli	t-istatistiği	-8.5041	-3.6067	2.7510	8.6996	-3.7794	-1.9286	-2.9100	-3.3857
			Prob.	0.0000	0.0327	1.0000	1.0000	0.0203	0.6346	0.1624	0.0572
	I(1)	Sabitli ve Trendli	t-istatistiği	-11.1807	-6.3556	-5.1248	1.2256	-14.2171	-13.3665	-13.4706	-12.5342
			Prob.	0.0000	0.0000	0.0002	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Phillips-Perron (PP)	I(0)	Sabitli ve Trendli	t-istatistiği	-8.5122	-2.3955	3.2934	10.0181	-3.5502	-2.2531	-2.8344	-3.4793
			Prob.	0.0000	0.3804	1.0000	1.0000	0.0378	0.4565	0.1875	0.0454
	I(1)	Sabitli ve Trendli	t-istatistiği	-38.6424	-6.3328	-4.7877	-5.7002	-14.7789	-13.3818	-13.5669	-12.5528
			Prob.	0.0001	0.0000	0.0008	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

**Not:** Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testlerinin sıfır ve alternatif hipotezleri ise " $H_0$ : Seri birim köke sahiptir" ve " $H_1$ : Seri birim köke sahip değildir" şeklinde kurulmaktadır.

ARDL modeli kapsamında optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle, en düşük bilgi kriteri değerine sahip olan modelin seçilmesi uygun olmaktadır. Bu kapsamda ARDL (1, 0, 1, 1, 0, 0, 0) modeli Akaike Bilgi Kriterine (AIC) göre en uygun model olarak seçilmiştir.

**Grafik 1:** Optimal Gecikme Uzunluklarına Ait AIC Değerleri

İlgili değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünlüğün olup olmadığının belirlenmesi için ARDL sınır testi gerçekleştirilmiştir. Ulaşılan sonuçlar aşağıdaki Tablo 5'de gösterilmektedir.

**Tablo 5:** ARDL Sınır Testi Sonuçları

ARDL Model	F İstatistiği	Önem Düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır	Eş Bütünlüme İlişkisi
ARDL (1, 0, 1, 1, 0, 0, 0, 0)	10.92923*	%10 %5 %1	2.03 2.32 2.96	3.13 3.5 4.26	Var

**Not:** \*%1, \*\*%5 ve \*\*\*%10 önem düzeyinde anlamlıdır.

ARDL Modelinde eşbütünlük varlığının tespit edilmesi amacıyla " $H_0$ : Eşbütünlük yoktur." ve " $H_1$ : Eşbütünlük vardır" hipotezleri test edilmektedir. Bu hipotezlerin sınanması için F istatistiği hesaplanmaktadır.

Yabancı portföy yatırımları ile arasında uzun dönemli eşbütünlük ilişkisinin varlığının sınıandığı ARDL Sınır testi sonuçlarına göre F istatistiğine ait değer %1 anlam düzeyinde belirlenen üst sınırı aşmaktadır. Bu nedenle, yabancı portföy yatırımları ile incelenen değişkenler arasında bir eşbütünlük ilişkisinin bulunduğu sonucuna varılmıştır. Kısa ve uzun dönemli ilişkinin tespit edilmesinden önce modele ait varsayımlar sınanmıştır. Varsayımlardan sapmaların meydana gelmesi durumunda gerçekleştirecek tahmin için uygun düzeltmelerin yapılması gerekmektedir. Bu kapsamda normallik, otokorelasyon, değişen varyans ve model kurma hatası test edilmiştir. Sonuçlar aşağıda Tablo 6'da gösterilmektedir.

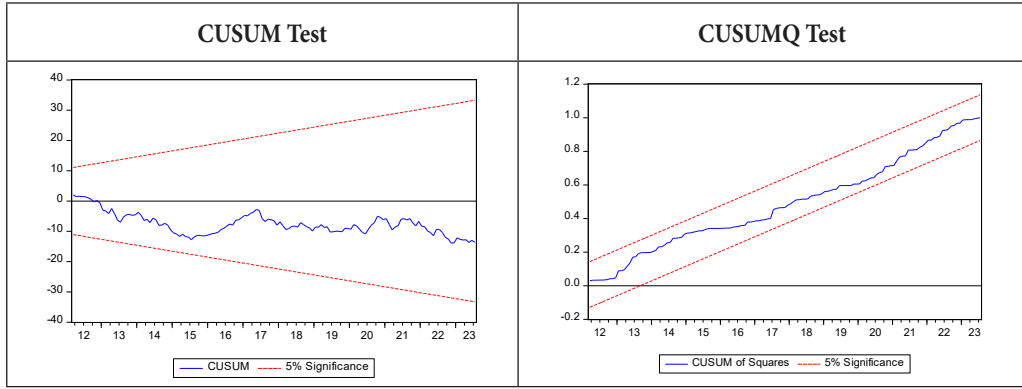
**Tablo 6:** Modele Ait Varsayımların Sınanması

ARDL Model	Varsayımların Sınanması için Gerçekleştirilen Testler			
	Normallik	Otokorelasyon F istatistiği	Değişen Varyans F istatistiği	Ramsey Reset Test F istatistiği
ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 0, 0, 0)	3.339189 (0.188323)	0.041573 (0.9555)	0.790734 (0.6377)	3.758389 (0.0546)

**Not:** Varsayımların Sınanması için Gerçekleştirilen Testler tablosunda ( ) içindeki değerler p olasılık değeri ifade etmektedir.

Modellere ait varsayımların sınanması için sırasıyla Jarque-Bera Test ( $H_0$ : Veriler normal dağılıma uygundur) ile normallik, Breusch-Godfrey LM Test ( $H_0$ : Serisel korelasyonun yoktur) ile otokorelasyon, Breusch-Pagan Godfrey Test ( $H_0$ : Sabit varyans yoktur) ile değişen varyans varsayımları sınanmıştır. Tablo 6'da gösterilen sonuçlara göre ARDL Modeli için test edilen normallik, değişen varyans ve otokorelasyon varsayımların sağlandığı ( $p > 0.05$ ) tespit edilmiştir. Ayrıca Ramsey Reset Test ( $H_0$ : Modelde fonksiyonel form hatası yoktur) ile model kurma hatası test edilmiştir. Buna göre elde edilen bulgulara göre model kurma hatasının olmadığı ( $p > 0.05$ ) belirlenmiştir. Son olarak doğal afet, yangın gibi farklı nedenlerden meydana gelebilecek yapısal kırılmaların olup olmadığının tahmin edilmesi gerekmektedir. Yapısal kırılma olması durumunda sonuçların değerlendirilmesi hataya

neden olabilecektir. Bu durumun ise kukla değişken vasıtasıyla ortadan kaldırılması gerekmektedir (Gülcan ve Özdemir, 2021:213). Bu kapsamda kurulan modelde yapısal kırılmanın varlığı CUSUM test ve CUSUMQ test yardımıyla sınanmıştır. ARDL (1, 0, 1, 1, 0, 0, 0, 0) modeli için elde edilen grafikler aşağıda gösterilmiştir.



**Grafik 2:** CUSUM ve CUSUMQ Test Grafikleri

Yukarıdaki Grafik 2'de yapısal kırılmanın sınanıldığı CUSUM ve CUSUMQ test grafikleri incelendiğinde %5 anlamlılık seviyesinde her iki test için yapısal kırılmanın olmadığı ve regresyon modelinin sonuçlarının yorumlanmasının uygun olacağı tespit edilmiştir. ARDL sınır testi sonuçlarına göre değişkenler arasında uzun ve kısa dönem ilişkinin incelenmesi için oluşturulan ARDL model sonuçları aşağıdaki Tablo 7'da gösterilmektedir.

**Tablo 7:** Kısa ve Uzun Dönem İlişkisinin Araştırılması

<b>Uzun Dönem Katsayıları</b>			
<i>Değişken</i>	<i>Katsayı</i>	<i>t-istatistiği</i>	<i>p değeri</i>
Faiz Oranı	102.8837	1.221314	0.2241
Döviz	-606.4252	-2.623468	0.0097
BIST 100	1.722013	2.247973	0.0262
Dow Jones 30	-0.337738	-1.317967	0.1897
Nasdaq 100	0.978650	2.304600	0.0227
FTSE 100	1.755106	1.817099	0.0714
DAX	-0.725107	-1.861938	0.0648
<b>Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları</b>			
<i>Değişken</i>	<i>Katsayı</i>	<i>t-istatistiği</i>	<i>p değeri</i>
Sabit	-1755.455	-6.948664	0.0000
D(Döviz)	-1448.778	-3.619086	0.0004
D(BIST 100)	3.901697	3.976942	0.0001
ECM(-1)	-0.762169	-9.586514	0.0000
$R^2$		0.4040	
	<i>Düzeltilmiş <math>R^2</math></i>	0.3916	
	<i>F-istatistiği (p değeri)</i>	32.5452(0.0000)	

Bu doğrultuda, yabancı portföy yatırımları ile incelenen değişkenlerden bazıları arasında uzun vadeli bir eşbütünlüşme ilişkisinin mevcut olduğu gözlemlenmektedir. Döviz %1 anlam düzeyinde ( $p<0.01$ ), BIST 100, Nasdaq 100, %5 anlam düzeyinde ( $p<0.05$ ) ve FTSE 100, DAX için %10 anlam düzeyinde ( $p<0.1$ ) uzun dönemde bir eşbütünlüşme ilişkisinin varlığı saptanmıştır. Yabancı portföy yatırımları ile faiz oranı ve Dow Jones 30 endeksi arasında ise uzun dönemde bir eşbütünlüşme ilişkisi bulunmamaktadır. Ayrıca kısa dönemli ilişkinin tespit edilmesi için yapılan hata düzeltme modeli sonuçlarına göre hata düzeltme katsayısı (ECM(-1)) %1 anlam düzeyinde ( $p<0.01$ ) anlamlı olduğu tespit edilmiştir. ECM(-1) katsayısının negatif ve anlamlı olması eşbütünlüşme ilişkisini de desteklemektedir. Bu sonuca göre, kısa dönem ile uzun dönem arasındaki dengesizlik bir dönem sonunda %76.21 oranında giderilecektir. Başka bir ifadeyle meydana gelecek şokların etkileri uzun dönemde ortadan kalkacaktır. Kısa dönemde yabancı portföy yatırımları ile döviz arasında negatif yönde ve BIST 100 ile pozitif yönde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Aşağıdaki Tablo 8'de uzun dönem eşbütünlüşme ilişkisine dair bulgular özetlenmiştir.

**Tablo 8:** Bulguların Özetlenmesi

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Uzun Dönem		Kısa Dönem	
		Eşbütünlüşme İlişkisi	İlişki Yönü	Eşbütünlüşme İlişkisi	İlişki Yönü
Yabancı Portföy Yatırımları	Faiz Oranı	Yok	-	Yok	-
	Döviz	Var	Negatif	Var	Negatif
	BIST 100	Var	Pozitif	Var	Pozitif
	Dow Jones 30	Yok	-	Yok	-
	Nasdaq 100	Var	Pozitif	Yok	-
	FTSE 100	Var	Pozitif	Yok	-
	DAX	Var	Negatif	Yok	-

**Not:** Uzun dönemde faiz oranı ve Dow Jones 30 ile yabancı portföy yatırımları arasında, kısa dönemde faiz oranı, Dow Jones 30, Nasdaq 100, FTSE 100, DAX ile yabancı portföy yatırımları arasında bir eşbütünlüşme ilişkisine ulaşamadığından ilişki yönü belirtilmemiştir.

## 5. Tartışma

BIST 100, Nasdaq 100 ve FTSE 100 endekslerinin yabancı portföy yatırımları üzerinde pozitif etkileri bulunmuştur. Bu bulgu, BIST100 açısından Doğukanlı ve Çetenak (2008), Yıldız (2012) ve Şenol ve Koç (2018) tarafından gerçekleştirilen çalışmayla benzerlik göstermektedir. Dow Jones 30 endeksi içinse Yıldız (2012) çalışmasından farklılık taşımaktadır. Dow Jones 30 endeksinin Türkiye'deki yabancı portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Endeks sadece 30 şirketi içermesi nedeniyle ABD borsasının genelini tam olarak temsil etmediği düşünülebilir. Daha kapsamlı endeksler arasında S&P 500 ve Nasdaq 100 gibi endeksler de değerlendirmeye alınabilir. Çalışma kapsamında Nasdaq 100'de analize dahil edilmiş ve yabancı portföy yatırımları ile uzun dönemde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Borsa performansının iyi olması, yatırımcıların güvenini artırmakta ve daha fazla yabancı yatırımcı çekebilmektedir. Özellikle BIST 100 endeksinin performansı, Türkiye'nin ekonomik durumu ve borsadaki genel eğilim hakkında olumlu sinyaller

vererek yabancı portföy yatırımlarını teşvik edebilecektir. Eşbütünleşme ilişkisi, incelenen zaman serilerinin uzun vadede birlikte hareket ettiğini ve bir denge ilişkisi içinde olduğunu göstermektedir. DAX ile Türkiye'deki yabancı portföy yatırımları arasında negatif bir eşbütünleşme ilişkisi, iki değişkenin uzun vadede zıt yönlerde hareket ettiğini ve aralarındaki ilişkiyi dengeleyen bir mekanizma bulunduğunu göstermektedir. Yani, DAX endeksinin yükseldiği dönemlerde Türkiye'deki yabancı portföy yatırımlarının azaldığı veya tersi durumun geçerli olduğu anlamına gelmektedir. Yatırımcılar, risklerini yönetmek için portföylerini çeşitlendirirler. DAX yükseldiğinde, yatırımcılar Almanya piyasasında kazançlarını artırmak için Türkiye gibi daha riskli piyasalardan çıkabilirler. Türkiye'deki ekonomik belirsizlikler de yatırımcıların portföy yatırımlarını azaltmalarına yol açabilir. Bu durum Almanya'dan Türkiye'ye gelen yabancı portföy yatırımlarında negatif bir etkiye neden olabilecektir.

Araştırma, faiz oranlarının yabancı portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını ortaya koymuştur. Bu sonuç Şenol ve Koç (2018) tarafından gerçekleştirilen araştırma ile çelişmektedir. Bu durum, Türkiye'deki faiz oranlarının yatırımcılar için yeterince cazip olmaması veya diğer makroekonomik faktörlerin etkisinin daha baskın olması ile açıklanabilir. Faiz oranlarının portföy yatırımları üzerinde neden etkisiz kaldığını anlamak için daha derinlemesine analizler gerekebilir. Bu kapsamda bundan sonraki çalışmalar için bu konu üzerinde çalışmalar gerçekleştirilebilir. Ayrıca yabancı ülkeler için gerçekleştirilen çalışmaların sonuçları ile de bazı benzerlik ve farklılıklar görülmektedir. Jacob vd. (2022), Ezirim vd. (2022), Chi (2023) tarafından ortaya konulan bulgulara göre döviz kuru, yabancı portföy yatırımları üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Elde edilen bulgular ilgili çalışmalarla örtüşmektedir. Nwosa ve Adeleke (2017) çalışmalarında olduğu gibi faiz oranı ve borsanın yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi ile benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Haider, Khan, Saddique ve Hashmi (2017) çalışmalarıyla yine borsa ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki yönüyle benzerlik taşımaktadır. Salim ve Hariandja (2018) tarafından ortaya konulan bulgular ile karşılaştırıldığında, yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişkinin yönü bakımından farklılık gösterdiği fakat hisse senedi endeksiyle benzer sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir.

## 6. Sonuç

Bu çalışmada, Türkiye'deki yabancı portföy yatırımlarını etkileyen seçilmiş faktörler kapsamlı bir şekilde incelenmiştir. Çalışmanın bulguları, literatürdeki çeşitli araştırmalarla tutarlılık göstermekte ve yeni katkılar sunmaktadır. Araştırma sonuçları, döviz kurunun yabancı portföy yatırımları üzerinde negatif bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgu, Arslan ve Çiçek (2017) ile Güngör (2021) çalışmalarını desteklemektedir. Döviz kurundaki dalgalanmalar, yatırımcıların risk algısını artırmakta ve yabancı sermayenin ülkeye girişini olumsuz etkilemektedir. Döviz kurunun volatilitesi, yatırımcıların portföylerini yeniden değerlendirmelerine ve potansiyel olarak yatırımlarını geri çekmelerine neden olabilmektedir. Bu nedenle, Türkiye'nin döviz kuru istikrarını sağlaması, yabancı portföy yatırımlarını artırmada kritik bir rol üstlenecektir.

Sonuçlar, finansal yatırımcılar ve politika yapıcılar için politika önermeleri kapsamında ele alındığında; finansal istikrarın sağlanması, politika şeffaflığı ve güvenilirliği, piyasa derinliğinin ve likiditenin artırılması, vergi ve teşvik politikaları, küresel risklerin yönetimi açısından değerlendirilebilecektir.

Finansal istikrarı sağlamak amacıyla yabancı portföy yatırımlarını çekmek ve mevcut yatırımları korumak için makroekonomik istikrarın sürdürülmesi esastır. Bu bağlamda, enflasyonun kontrol altında tutulması, faiz oranlarının istikrarlı ve öngörülebilir seviyelerde olması, döviz kuru oynaklığının minimize edilmesi önem arz etmektedir.

Politika şeffaflığı ve güvenilirliği için ise yabancı yatırımcılara öngörülebilir bir yatırım ortamı sağlamak amacıyla, hükümetin ve merkez bankasının politikalarında şeffaflığı artırması ve güvenilirlik sağlanması gerekmektedir. Ani politika değişikliklerinden kaçınılmalı ve alınan kararların uzun vadeli bir perspektifle desteklendiği açıkça belirtilmelidir.

Yabancı yatırımcıların Türkiye'yi tercih etmeleri için finansal piyasaların derinliği ve likiditesi artırılmalıdır. Bu, daha fazla şirketin halka arz edilmesi, finansal enstrüman çeşitliliğinin artırılması ve piyasa düzenlemelerinin iyileştirilmesi ile sağlanabilecektir. Yine yabancı yatırımları çekmek için vergi avantajları ve çeşitli teşvik politikaları uygulanabilecektir. Ancak, bu tür teşviklerin uzun vadede sürdürülebilir olmasına dikkat edilmelidir.

Son olarak, küresel ekonomik gelişmelerin ve politik risklerin etkileri dikkate alındığında, Türkiye'nin yabancı yatırımlar üzerindeki risklerini minimize etmek için uluslararası anlaşmalar ile iyi diplomatik ilişkilerin devamlılığı sağlanmalıdır. Bu politika önerileri, Türkiye'ye olan yabancı portföy yatırımlarının artmasına ve sürdürülebilir bir yatırım ortamının sağlanmasına katkıda bulunabilir.

Bu araştırmanın bulguları, politika yapıcılar ve yatırımcılar için önemli stratejik bilgiler sunmaktadır. Türkiye'nin döviz kuru istikrarını sağlaması, yabancı yatırımları çekmek ve korumak için kritik öneme sahiptir. Aynı zamanda, BIST 100 gibi borsa endekslerinin performansının artırılması, yabancı portföy yatırımlarını teşvik etmek için etkili bir strateji olabilir. Faiz oranlarının etkisinin sınırlı olması, diğer ekonomik ve finansal politikaların önemini göstermektedir. Bulgular, döviz kurunun negatif, borsa endekslerinin ise pozitif etkilerini vurgulamakta ve bu bağlamda, yatırımcıların döviz kurundaki dalgalanmalara karşı dikkatli olmaları gerektiğini, yerel borsa performansının ise yabancı yatırımları çekmede kritik bir rol oynadığını göstermektedir. Sonuç olarak, bu çalışma, Türkiye'deki yabancı portföy yatırımlarını etkileyen çeşitli faktörleri ortaya koymuş ve literatürdeki bilgilerle uyumlu tarafların yanında farkı olan yeni bulgular sunmuştur. Çalışma özellikle yabancı borsa endekslerini ele alması açısından literatürden ayrılmaktadır. Döviz kuru, yerel ve uluslararası borsa endeksleri, yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri olarak öne çıkmaktadır. Sonraki çalışmalarda farklı yöntemler, farklı ülkelerin karşılaştırılması, farklı değişkenler veya daha geniş zaman aralığı dikkate alınarak çalışma kapsamı genişletilebilir.

## Kaynakça

- Arslan, S., & Çiçek, M. (2017). Yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru ilişkisi: Türkiye'de yabancı sermayenin vergilendirilmesi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(13), 292-299. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1124040>
- Aydın, Y., & Aksoy, B. (2023). Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları, dolar kuru ile BİST100 endeksi arasındaki ilişki üzerine ampirik bir inceleme. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(2), 499-512. <http://doi.org/10.25287/ohuibf.1214906>

- Berk, N. (2017). *Finansal yönetim*. Türkmen Kitabevi
- Bulut, E., Dikmen, F. H., & Çermikli, A. H. (2018). Türkiye'nin uluslararası yatırım pozisyonu ve yatırım gelir-gider dengesi: 2000-2016. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 49-77. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/465155>
- Chandio, A. A., Jiang, Y., & Rehman, A. (2019). Using the ARDL-ECM approach to investigate the nexus between support price and wheat production: an empirical evidence from Pakistan. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26(1), 139-152. <https://doi.org/10.1108/JABES-10-2018-0084>
- Chi, N. T. D. (2023). Impact of money supply and macroeconomic indicators on foreign portfolio investment: evidence from Vietnam. *Banks and Bank Systems*, 18(4), 94-104. [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.18\(4\).2023.09](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.18(4).2023.09)
- Doğukanlı, H., & Çetenak, H. (2008). Yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişki: İMKB'de sına. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(2), 37-57. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/46763>
- Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 55(2), 251-276. <https://www.jstor.org/stable/1913236>
- Esen, E., Yıldırım, S., & Kostakoğlu, S. F. (2012). Feldstein-Horioka hipotezinin Türkiye ekonomisi için sınanması: ARDL modeli uygulaması. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(1), 251-267. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/oguiibf/issue/5717/76525>
- Ezirim, C. B., Ezirim, U. I., Ogungbure, A., & Chekwa, C. (2022). Autoregressive distributed lag (ARDL) analysis of foreign portfolio investments determination in Nigeria. *Journal of Applied Business and Economics*, 24(4), 76-88. <https://doi.org/10.33423/jabe.v24i4.5354>
- Gülcan, N., & Özdemir Höl, A., (2021), Finansal zaman serilerinde uzun dönemli ilişkilerin analizi, İ. Çelik & S. Kahyaoğlu (Ed.), *Finansal zaman serisi analizi içinde* (ss. 127-251). Gazi Kitabevi
- Güngör, M. (2021). Döviz kuru, VIX korku endeksi ve yabancı portföy yatırımları etkileşimi. *Avrupa Bilim ve Teknoloji Dergisi*, (32), 1034-1042. <https://doi.org/10.31590/ejosat.1044711>
- Haider, M. A., Khan, M. A., Saddique, S., & Hashmi, S. H. (2017). The impact of stock market performance on foreign portfolio investment in China. *International Journal Of Economics and Financial Issues*, 7(2), 460-468. <https://dergipark.org.tr/en/pub/ijefi/issue/32035/354511>
- Jacob, T., Raphael, R., & Antony, A. (2022). Relationship between foreign portfolio investment and exchange rate: the case of India using VECM testing approach. *BIMTECH Business Perspective*, 5(2), 1-17. <https://doi.org/10.1177/bsp.2022.3.2.28>
- Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254. [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(88\)90041-3](https://doi.org/10.1016/0165-1889(88)90041-3)
- Keskin, N. (2021). Ülke kredi notlarının portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi: Türkiye örneği. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 28(2), 333-353. <https://doi.org/10.18657/yonveek.894426>
- Madura, J. (2012). *Uluslararası Finansal Yönetim I / International Financial Management I*. Çev. Hatice Doğukanlı, 10. Basımdan Çeviri. Nobel Yayıncılık.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Moawad, R. R. (2019). Financial development and economic growth: ARDL model. *International Multilingual Journal of Science and Technology*, 4(7), 625-632. <https://imjst.org/index.php/vol-4-issue-7-july-2019/>
- Ngure, F. K., Kariuki, P. W., & Mburugu, K. N. (2022). Intervening effect of foreign portfolio investment on the relationship between macroeconomic factors and stock return of firms listed at the securities exchanges in East Africa. *Webology*, 19(2). <https://www.webology.org/abstract.php?id=2372>



- Nwosa, P. I., & Adeleke, O. (2017). Determinants of FDI and FPI volatility: an E-GARCH approach. *CBN Journal of Applied Statistics*, 8(2), 47-67. <https://dc.cbn.gov.ng/jas/vol8/iss2/3>
- Ouattara, B. (2004). Modelling the long run determinants of private investment in Senegal (No. 04/05). *Credit Research Paper*. <https://hdl.handle.net/10419/81768>
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of applied econometrics*, 16(3), 289-326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- Salim, M. N., & Hariandja, N. M. (2018). Factors affecting joint stock price index (CSPI) and the impact of foreign capital investment (PMA) period 2009 to 2016. *Humanities and Social Sciences Letters*, 6(3), 93-105. <https://doi.org/10.18488/journal.73.2018.63.93.105>
- Sevil, G., & Ünkaracalar, T. (2020). CDS primleri ile portföy yatırımları arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi: Türkiye örneği. *Maliye ve Finans Yazıları*, (113), 285-300. <https://doi.org/10.33203/mfy.654360>
- Sevüktekin, M., & Çınar, M. (2017). *Ekonometrik zaman serileri analizi: evIEWS uygulamalı*, Dora Basım Yayım
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Şenol, Z., & Koç, S. (2018). Yabancı portföy yatırımları, borsa ve makroekonomik değişkenler arası ilişkilerin VAR yöntemiyle analizi: Türkiye örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* (21), 1-20. <https://doi.org/10.18092/ulikidince.358108>
- TCMB (2024). Ödemeler Dengesi İstatistikleri. <https://www.tcmb.gov.tr/>
- Telek, C. (2020). VIX endeksinin Türkiye'de portföy yatırımları ve döviz kurlarıyla ilişkisi. *İzmir İktisat Dergisi*, 35(3), 635-646. <https://doi.org/10.24988/ije.202035314>
- Tong, T., Ortiz, J., Xu, C., & Li, F. (2020). Economic growth, energy consumption, and carbon dioxide emissions in the E7 countries: a bootstrap ARDL bound test. *Energy, Sustainability and Society*, 10(1), 1-17. <https://doi.org/10.1186/s13705.020.00253-6>
- Turaboğlu, T. T. (2018). Uluslararası yatırım akımları. G. Delice & İ. Ege (Ed.), *Uluslararası finans teori politika ve uygulama*, 2. Baskı içinde (ss. 327-350). Gazi Kitabevi
- Yıldız, A. (2012). Yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 26(1). 23-37. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/30377>

## FACTORS AFFECTING FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS: A RESEARCH ON TÜRKİYE

Çağatay MİRGEN\* 

Foreign portfolio investments are critical components of global financial markets and include stocks, debt securities, and other money market instruments issued by public or private institutions. Investors consider various factors before deciding which financial instruments to invest in, aiming to optimize returns while managing risks. This study investigates the economic and financial variables influencing foreign investors' decisions in Türkiye. Foreign portfolio investments are considered the dependent variable, while interest rates, exchange rates, and selected stock indices (BIST 100, Dow Jones 30, Nasdaq 100, FTSE 100, and DAX) are examined as independent variables. The study aims to identify the determinants of foreign portfolio investments in Türkiye.

Monthly data from March 2011 to July 2023 were used in the study. The Autoregressive Distributed Lag (ARDL) bounds testing approach was employed to analyze the short-term dynamics and long-term equilibrium relationships between the variables. This method is suitable for data sets where variables are stationary at different levels and allows for the estimation of both short-term dynamics and long-term equilibrium relationships.

The data set includes monthly observations of foreign portfolio investments, interest rates, exchange rates, and the closing values of the BIST 100, Dow Jones 30, Nasdaq 100, FTSE 100, and DAX indices. Data on foreign portfolio investments were obtained from the Central Bank of the Republic of Türkiye (CBRT) Electronic Data Distribution System (EVDS), while stock index data were obtained through DataStream.

The ARDL bounds test results indicate significant long-term relationships between foreign portfolio investments and some economic variables. Specifically, exchange rates, BIST 100, Nasdaq 100, FTSE 100, and DAX indices significantly impact foreign portfolio investments. In contrast, interest rates and the Dow Jones 30 index do not have a significant long-term effect on foreign portfolio investments.

---

\* Asst. Prof., National Defence University, Army NCO Vocational HE School, Department of Business Administration, Balıkesir, E-Mail: cmirgen@msu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-0970-0121

A significant negative relationship was found between the exchange rate and foreign portfolio investments, suggesting that high exchange rate volatility can deter foreign investors and reduce investment returns. The BIST 100, Nasdaq 100, and FTSE 100 indices have significant positive effects on foreign portfolio investments, indicating that good performance in these indices attracts foreign investors and that a strong and stable stock market environment is essential for attracting foreign capital. The variables interest rates and the Dow Jones 30 index do not show significant long-term effects on foreign portfolio investments, suggesting that other factors might be more dominant in the context of Türkiye. The short-term analysis with the error correction model (ECM) confirms that short-term disequilibria will be corrected over time, with 76.21% of the disequilibrium being corrected in the following period.

The findings highlight the critical importance of exchange rate stability and stock market performance in attracting foreign portfolio investments. Exchange rate volatility negatively affects foreign investments, consistent with the findings of Arslan and Çiçek (2017) and Güngör (2021). Exchange rate fluctuations can increase investors' risk perception and negatively impact the inflow of foreign capital into the country. Therefore, ensuring exchange rate stability is crucial for Türkiye to increase foreign portfolio investments.

The positive effects of the BIST 100, Nasdaq 100, and FTSE 100 indices on foreign portfolio investments are similar to the findings of Doğanlı and Çetenak (2008), Yıldız (2012), and Şenol and Koç (2018) concerning the BIST 100 index. However, there is a discrepancy for the Dow Jones 30 index compared to Yıldız (2012). The Dow Jones 30 index does not significantly impact foreign portfolio investments in Türkiye, possibly because it only includes 30 companies and may not fully represent the overall U.S. stock market. Good stock market performance can boost investor confidence and attract more foreign investors. Specifically, the performance of the BIST 100 index can provide positive signals about Türkiye's economic condition and overall stock market trend, encouraging foreign portfolio investments.

Cointegration relationships indicate that the time series examined move together in the long term and have a balanced relationship. The negative cointegration relationship between the DAX index and foreign portfolio investments in Türkiye suggests that the two variables move in opposite directions in the long term, indicating a balancing mechanism between them. In other words, foreign portfolio investments in Türkiye decrease when the DAX index rises. Investors diversify their portfolios to manage risk, and when the DAX rises, they may exit riskier markets like Türkiye to increase gains in the German market. Economic uncertainties in Türkiye can also lead to reduced portfolio investments by investors, negatively impacting foreign portfolio investments from Germany to Türkiye.

The study reveals that interest rates do not significantly affect foreign portfolio investments. This finding contradicts Şenol and Koç (2018). This discrepancy can be explained by the interest rates in Türkiye not being attractive enough for investors or other macroeconomic factors having a more dominant impact. More in-depth analyses may be needed to understand why interest rates are ineffective on portfolio investments. Future studies could focus on this topic. There are also

similarities and differences with the results of studies conducted in foreign countries. According to Jacob Raphael and Antony (2022), Ezirim et al. (2022) and Chi (2023), exchange rates negatively affect foreign portfolio investments. The findings align with these studies. The impact of interest rates and stock markets on foreign portfolio investments is similar to the results found by Nwosa and Adeleke (2017). The study by Haider et al. (2017) also shows similarities in the relationship between stock markets and foreign portfolio investments. Although the relationship between foreign portfolio investments and exchange rates differs from Salim and Hariandja (2018) in terms of its positive direction, it shows similarities regarding the relationship with stock indices.

In conclusion, this study identifies various factors affecting foreign portfolio investments in Türkiye and adds new findings to the literature. The study differs from other literature by specifically considering foreign stock indices. Exchange rates and stock indices stand out as determinants of foreign portfolio investments.