



Ardahan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi

<https://dergipark.org.tr/tu/pub/aruiibfdergisi>



Ülke riskinin yabancı portföy yatırımlarına etkisi: sektörel düzeyde araştırma

The impact of country risk on foreign portfolio investments: a sectoral comparison

Denizcan Tamer^{a*}

^a Dr., Ardahan Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Ardahan, tamerdenizcan@ardahan.edu.tr, ORCID: 0000-0002-5507-8994

MAKALE BİLGİSİ

Makale geçmişi:

Başvuru: 18 Eylül 2024

Kabul: 25 Aralık 2024

Anahtar kelimeler:

Yabancı Portföy Yatırımları,

CDS,

Driskoll-Kraay,

FGLS

Makale türü:

Araştırma makalesi

ARTICLE INFO

Article history:

Received: 18 September 2024

Accepted: 25 December 2024

Keywords:

Foreign Portfolio Investments,

CDS,

Driskoll-Kraay,

FGLS

Article type:

Research article

ÖZET

Yabancı portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketleri olarak nitelendirilmekte ve Türkiye ekonomisi için hem fırsatlar hem de riskler taşımaktadır. Türkiye'deki imalat ve hizmet sektörlerine yapılan yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerin analiz edildiği bu çalışmada, ülke risk primi (CDS), net döviz rezervleri ve sanayi üretim endeksinin bu yatırımlar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada 2009-2022 dönemine ait aylık veriler kullanılarak 127 şirket ve 168 dönemlik bir veri seti oluşturulmuş ve analizler Driskoll-Kraay ve FGLS tahmincileri ile gerçekleştirilmiştir. Sonuçlar, her iki sektörde de ülke risk priminin, yabancı portföy yatırımlarını negatif etkilediğini, imalat sektöründe ise yabancı portföy yatırımları üzerinde, net döviz rezervleri ve sanayi üretim endeksinin de etkili olduğunu göstermiştir. Bu çalışma, sektörel farklılıkları dikkate alarak yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini analiz etmekte ve ülke riskinin bu yatırımlar üzerindeki önemli etkisini vurgulamaktadır.

ABSTRACT

Foreign portfolio investments are characterized as short-term capital flows and carry both opportunities and risks for the Turkish economy. In this study, the effects of country risk premium (CDS), net foreign exchange reserves and industrial production index on foreign portfolio investments in manufacturing and services sectors in Turkey are analyzed. In the study, a data set of 127 companies and 168 periods is constructed using monthly data for the period 2009-2022 and the analysis is performed with Driskoll-Kraay and FGLS estimators. The results show that country risk premium has a negative impact on foreign portfolio investments in both sectors, while net foreign exchange reserves and industrial production index are also effective in the manufacturing sector. This study analyzes the determinants of foreign portfolio investments by taking sectoral differences into account and highlights the significant impact of country risk on these investments.

* Sorumlu yazar / Corresponding author

E-posta / E-mail: denizcantamer@hotmail.com

Atıf / Citation: Tamer, D. (2025). Ülke riskinin yabancı portföy yatırımlarına etkisi: sektörel düzeyde araştırma. *Ardahan Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(1), 39-48. <http://doi.org/10.58588/aruiibfdergisi.1552404>

1. Giriş

Finans alanına risk unsurunu en kapsamlı şekilde entegre eden Markowitz'in (1968) çalışmasında, yatırım yapılırken dikkate alınan en basit olgunun, yatırım aracının riski ve getirisi arasındaki denge olduğu kanıtlanmıştır. Bu durum günümüzde de geçerliliğini korumaktadır. Risk-getiri dengesi, başka bir ülkenin finansal araçlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için de söz konusudur. Bu noktada, yabancı yatırımcıların bir ülkenin hisse senetleri, tahvilleri gibi menkul kıymetlerine yatırım yapmalarını ifade eden yabancı portföy yatırımları bağlamında ülke riski önem arz etmektedir. Günümüzde ülke riskinin en önemli göstergelerinden biri, ilk defa JP Morgan Chase (1995) tarafından geliştirilen CDS (Credit Default Swap) primi olup ilgili CDS primini, bir ülkenin veya firmanın iflas etme olasılığı belirlemektedir (Weistroffer vd., 2009; Sevil ve Ünkaracalar, 2020). Bir ülkenin CDS primi ne kadar yüksekse, o ülkenin riski de o denli yüksek şeklinde yorumlanmaktadır. Nitekim CDS primi yüksek ülkeler uluslararası piyasalarda yüksek borçlanma maliyetleriyle karşılaşmaktadırlar (Delatte vd. 2012).

Geçmişte uluslararası sermaye akımları, çoğunlukla banka kredileri yoluyla gerçekleşirken banka kredilerinin uluslararası sermaye hareketlerindeki payı gün geçtikçe azalmaktadır (Aggarwal, 1997). Günümüzde ise bu akımlar çoğunlukla doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları yoluyla gerçekleşmektedir. Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) ve Dünya Bankası (World Bank) verilerine göre 2002 yılında Türkiye'ye yaklaşık 1 milyar dolar direkt yabancı yatırım, 593 milyon dolar yabancı portföy yatırım (YPY) gerçekleşmiştir. 2022 yılında ise Türkiye, 13,87 milyar dolar direkt yabancı yatırımı, 13,53 milyar dolar yabancı portföy yatırımını kendine çekmiştir. Türkiye'de yabancı yatırımların artması ülke açısından olumlu bir durum olmakla birlikte bu çalışmada yabancı portföy yatırımları incelenmektedir.

YPY, yabancı yatırımcıların bir ülkenin hisse senetleri, tahvil ve diğer menkul kıymetlerine yatırım yapması olarak tanımlanmaktadır (Iriobe vd. 2018). YPY, uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bileşeni olarak, Türkiye ekonomisinde belirgin etkilere sahiptir. Bu yatırımlar, genellikle gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere akan kısa vadeli sermaye hareketlerini ifade etmekte ve pay senetleri, tahvil gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımları kapsamaktadır (Claessens vd., 1995). YPY, doğrudan yabancı yatırımlardan farklı olarak, kısa vadeli sermaye hareketlerini içermektedir. Ayrıca YPY'ları genellikle daha likit niteliktedir (Goldstein ve Razin, 2006). Yabancı portföy yatırımlarının ülkelere birçok faydası bulunmaktadır. Bu yatırımlar, sermaye piyasalarının derinleşmesine ve likiditenin artmasına katkıda bulunmaktadır (Levine ve Zervos, 1998). YPY, sermaye tabanını ve risk havuzunu genişleterek sermaye maliyetini azaltmaktadır. Ayrıca dolaylı yollardan olmak üzere YPY, kurumsal yönetim ve piyasa etkinliğine katkı sağlama gibi etkilere sahiptir. Bütün olumlu yönlerine rağmen YPY, spekülasyon özellikleri nedeniyle piyasaları istikrarsızlaştırıcı yönde kaygılara da yol açabilmektedir (Badhani ve Kumar, 2020). YPY'nın, Türkiye ekonomisi için sunduğu en önemli fırsatlardan başlıcaları, sermaye girişlerinin artması ve finansal piyasaların derinleşmesidir. Bu yatırımlar, uluslararası itibar ve güveninin artmasını, yerli şirketlerin finansman maliyetlerini düşürerek yatırım ve büyümelerini desteklemektedir (Alfaro, vd., 2008). Ayrıca, YPY'nin getirdiği rekabet ortamı, yerli firmaların verimliliklerini artırmalarına ve daha yenilikçi olmalarına teşvik etmektedir (Chadha vd., 2024). Bu yatırımlar, ekonomik aktiviteyi canlandırmakta ve döviz kuru volatilitesini azaltmaya yardımcı olmaktadır (Makoni, 2020).

Literatürde yabancı portföy akımlarının döngüsel ve krizlere açık olduğu yaygın bir görüştür. Bu akımlar ani sermaye hareketlerine ve finansal şoklara yol açabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye akımları, yerel ve uluslararası krizlerden etkilenmekte ve ekonomik istikrarsızlığa neden olabilmektedir. 1990'lardaki ve 2008'deki krizler, bu tür çalkantıların daha küçük ekonomiler üzerinde yarattığı yapısal hasarın, sermaye akımlarının bileşimini ve temel faktörlerle olan ilişkisini değiştirdiğini göstermiştir. Krizlerin öngörülemezliği ve tetikleyici faktörlerin belirsizliği, bu tip krizlerin modellenmelerini zorlaştırmaktadır. (Şenol ve Gülcemal, 2022). Türkiye'de 1990 sonrası yaşanan finansal krizlerin temel sebepleri kamu finansman açığı ve cari işlemler açığı

olmuştur (Oktar ve Dalyancı, 2010). 1997 Asya krizi ve Türkiye'deki benzer deneyimler, ani yabancı sermaye çıkışlarının ulusal para birimlerinin değerini hızla düşürerek kur krizlerine yol açabileceğini açıkça göstermiştir. Bu nedenle, ülkelerin ekonomik istikrarını korumak için yabancı sermayenin istikrarlı bir şekilde giriş ve çıkış yapabileceği güvenli bir ortam yaratmaları büyük önem taşımaktadır. (Şenol, 2020).

Bu araştırmanın temel amacı, uluslararası yatırım kararlarında kritik bir faktör olan ülke riskinin, yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisini sektörel bir bakış açısıyla incelemektir. Küreselleşen ekonomide, sermaye akışlarının yönlendirilmesinde ülkeler arası risk değerlendirmeleri önemli bir yer tutmaktadır. Bu çalışma, farklı sektörlerin ülke risklerine olan duyarlılıklarını karşılaştırmalı bir şekilde analiz ederek, yatırımcıların ve politika yapıcılarının bu riskleri daha etkin bir şekilde değerlendirebilmesine katkıda bulunmayı hedeflemektedir. Makalede, ekonomik, siyasi ve finansal risk unsurlarının sektörel yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkileri, kapsamlı bir veri seti kullanılarak değerlendirilecek ve sonuçlar çeşitli analitik yöntemlerle desteklenecektir. Bu çalışmanın, uluslararası portföy yönetimi ve ülke riski değerlendirmesi alanlarında önemli bir referans kaynağı oluşturması ve sektörel bazda risk yönetimi stratejilerinin geliştirilmesine yardımcı olması beklenmektedir.

2. Literatür

Bir ülkeye yabancı yatırımların gerçekleşebilmesi için ilk olarak o ülkenin belirli bir seviyede dışa açık olması gerekmektedir. Nitekim Bekaert, Garcia ve Harvey (1995) yaptıkları çalışmada, yabancı yatırımlarla ilgili olarak dışa açıklığın önemini vurgulamışlardır. Belirli bir seviyede dışa açıklık koşulu sağlandıktan sonra Errunza (2005) yabancı portföy yatırımları yoluyla fayda sağlamanın yolunun sermaye hareketlerindeki kontrollerin gevşetilmesinden geçtiğini öne sürmüştür. Kahılıoğulları (2018) yaptığı çalışmada Türkiye'nin CDS primi ile Türkiye'ye doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın bulgularına göre ülke CDS primi ile yabancı portföy yatırımları arasında bir nedensellik ilişkisine rastlanmazken, portföy yatırımları ile CDS primi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Aggarwal (1997) çalışmasında gelişmekte olan altı Asya ülkesinde yabancı portföy yatırımı belirleyicilerini tespit etmiştir. Çalışma sonuçlarına göre enflasyon oranı, reel döviz kuru, ekonomik aktivite endeksi ve yurtiçi sermaye piyasasının dışa açıklık oranı ile yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. (İlk değişken ile negatif son üç değişken ile pozitif ilişki).

Gumus vd. (2013) yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini tespit etmeye yönelik yaptıkları çalışmada seçtikleri yedi makroekonomik değişkenden yalnızca sanayi üretim endeksinin anlamlı bir etkiye sahip olduğu bulgusunu elde etmişlerdir. Garg ve Dua (2014) makro ekonomik faktörlerin yabancı portföy yatırımlarına etkisini Hindistan'da incelemişlerdir. Bulgulara göre düşük döviz kuru volatilitesi ve risk çeşitlendirme fırsatlarının fazlalığının yabancı portföy yatırımlarını çekmeye yardımcı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Karolyi'nin (2001) çalışmasında, Asya finansal krizinin yabancı yatırımcılar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Özellikle Japonya'daki toplam yabancı portföy yatırımlarındaki düşüşün, krizin piyasa üzerindeki etkisini artırıp artırmadığı veya pozitif geri bildirim davranışını yansıtıp yansıtmadığı sorgulanmıştır. Tokyo Borsası'nın haftalık kurumsal ve bireysel yabancı yatırım verileri kullanılarak yapılan analizler, yabancı yatırımcıların kriz öncesi ve sırasında pozitif geri bildirim ticareti yaptığını, buna karşılık Japon bankaları, finansal kurumlar ve yatırım şirketlerinin daha agresif davrandığını ortaya koymuştur. Sonuç olarak, yabancı yatırımcıların kriz boyunca piyasa istikrarını bozduğuna dair herhangi bir kanıt bulunamamıştır.

Aggarwal, Klapper ve Wysocki'nin (2002) çalışmalarına göre, gelişmiş ekonomilere sahip ülkeler daha gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olma eğilimindedir ve yabancı sermaye çekme konusunda daha avantajlıdır. Ancak, yabancı sermayenin varlığı, ülkenin ekonomik gelişimi ve şirketlerin mali özelliklerine bağlı olarak çeşitli faktörlerden etkilenir. Araştırma sonuçları, ülke etkisi kontrol edildiğinde, daha iyi muhasebe standartları ve kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin daha fazla yabancı sermaye çekebildiğini göstermektedir.

Ayrıca çalışmada, yabancı portföy yatırımlarını teşvik etmek için hem ülke hem de şirket düzeyinde çeşitli önlemler alınabileceği vurgulanmaktadır.

Dahlquist ve Robrtsson (2002) çalışmalarında 1993-1998 döneminde yabancı portföy yatırımları ile getiriler arasındaki ilişkiyi VAR modeli ile incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda net yabancı portföy alımlarının fiyatlardaki artışla ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca çalışma bulgularında, fiyatlardaki artışın etkisi ile firmadaki yabancı sahipliği arasında da güçlü bir ilişki olduğu ve yabancıların firmadaki paylarının artmasıyla fiyat üzerindeki etkilerinin daha güçlü bir şekilde hissedildiği sonucuna da varılmıştır.

Ekeocha vd. (2012) yaptıkları çalışmada yabancı portföy yatırımlarının Nijerya’da uzun vadeli belirleyicilerini araştırmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre yabancı portföy yatırımları ile market kapitalizasyonu ile dışa açıklık arasında uzun dönemli pozitif ilişki olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Aggarwal (2006), yaptığı çalışmada gelişmekte olan altı Asya ülkesinde yabancı portföy yatırımının (FPI) belirleyicilerini ve bunun ulusal ekonomi üzerindeki etkisini regresyon analizi ile incelemiştir. Regresyon analizinin sonuçları, enflasyon oranı, reel döviz kuru, ekonomik aktivite endeksi ve yurt içi sermaye piyasasının dünya borsa kapitalizasyonundaki payının FPI’nın istatistiksel olarak anlamlı dört belirleyicisi olduğunu göstermektedir. İlk değişken negatif katsayıya sahipken, son üç değişken pozitif katsayılara sahiptir.

Tyoga vd. (2024) yaptıkları çalışmada 2011-2022 yılları arasında Nijerya’ya olan yabancı portföy yatırımlarının belirleyicilerini incelemişlerdir. Araştırma sonuçları döviz kuru volatilitesi, enflasyonun ve GSYİH’nin YPY’nı büyük ölçüde etkilediğini göstermektedir.

Belderbos vd. (2020) diğer çalışmalardan farklı olarak çalışmalarında Japonya’dan diğer ülkelere portföy çıkışlarının nedenlerini araştırmışlardır. Portföy çıkışlarının sebeplerini ise reel-opşiyon teorisi ve portföy çeşitlendirmesi kuramları ile ilişkilendirmişlerdir.

Uğur ve Tosun (2023) 2008-2021 arası çeyreklik verilerle yabancı portföy yatırımları ile CDS primi arasında çift yönlü nedensellik tespit etmişlerdir. Fakat Şenol vd. (2023) 2020-2022 dönemleri arası verileri kullanılarak CDS primleri ile yabancı portföy yatırımları arasında tek yönlü (CDS’den yabancı hisse senetlerine) ilişki tespit etmişlerdir. Kutsar’ın (2021) çalışmasında ise 2008-2020 arası çeyreklik veri setleri ile Türkiye’de CDS primi ile ARDL yöntemiyle uzun dönemli anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir.

İlgili literatür değerlendirildiğinde, bu araştırma Türkiye bağlamında CDS risk priminin yabancı portföy yatırımlarına etkisini en yüksek zaman aralığında değerlendiren çalışma niteliğini taşımaktadır ve bu değerlendirme yapılırken literatürden farklı olarak sektörel ayırım yapılmıştır. Ayrıca oluşturulan modeller, literatürden farklı olarak iki farklı ekonometrik yöntem ile test edilmiştir. Sıralanan bu durumlar, çalışmanın özgün taraflarını oluşturmakta ve bulguların güvenilirliğini artırmaktadır.

3. Veri Seti, Model ve Yöntem

Araştırma kapsamına, hisseleri borsada işlem gören ve Türkiye’deki en fazla ekonomik aktiviteye sahip olan, imalat ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler dahil edilmiştir. Bu bağlamda en yüksek gözlem sayısına ulaşabilmek amacıyla, aylık veriler kullanılmış ve 2009 yılı ocak ayı ile 2022 yılı aralık ayı arasındaki 168 aylık periyod tercih edilmiştir. Bu periyod aralığında ise 28 hizmet 99 imalat şirketi verilerine ulaşılabilmektedir. Araştırma toplamda 127 şirket ve 168 dönem olmak üzere 21.336 gözlem ile gerçekleştirilmiştir. İlgili verilerden sanayi üretim endeksi ve net rezervler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (TCMB EVDS), sektörlerde yer alan şirketlere olan yabancı portföy yatırımlarının döviz (Amerikan doları) bazında aylık net tutarları FİNNET veri yayın ve dağıtım kuruluşundan, Türkiye’nin CDS risk primleri ise investing.com veri tabanından elde edilmiştir.

Bu araştırmada ülke riskinin Türkiye’deki imalat ve hizmet sektörüne olan yabancı portföy yatırımlarına olan etkisine ilişkin iki adet model oluşturulmuştur. Oluşturulan modeller şu şekildedir:

$$portfoymalat_{it} = \alpha + sanayiurendeksi_{it} + CDS_{it} + rezervler_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 1})$$

$$portfoyhizmet_{it} = \alpha + sanayiurendeksi_{it} + CDS_{it} + rezervler_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Model 2})$$

Modellerde, CDS değişkeni bağımsız değişken, sanayi üretim endeksi değişkeni (Raghavan ve Selvam, 2017) ve merkez bankası rezervleri değişkeni ise (Kar ve Tatlıöz, 2008; Kaya ve Yılmaz, 2010) kontrol değişkenlerdir. Kurulan bu modellerden birinci model, imalat sektörüne ikinci model ise hizmet sektörüne ilişkindir. Kurulan bu modellerin hangi yöntem ile test edileceğine ilişkin ön testler yöntem bölümünde yer almaktadır.

Kurulan modellere ilişkin veri setine uygun analiz tekniğinin belirlenebilmesi için bazı ön testlerin yapılması gerekmektedir. Tablo 1’de her iki sektör için Breusch-Pagan/Cook-Weisberg Test istatistik değeri 0.05’in altındadır. Bunun anlamı, kurulan modellerde değişen varyans (Heteroskedastisite) sorunu olduğudur. İkinci satırda ise Wooldridge Test istatistiği görülmektedir. Bu test birimler arası otokorelasyon testi olup p istatistik değerlerine göre H0 yani yokluk hipotezi reddedilmektedir. Bu durum, modellerde birimler arası otokorelasyon bulunmadığına işaret etmektedir. Son iki satırda ise Pesaran’s ve Friedman’s test istatistik değerleri görülmekte olup p değerlerine göre kurulan modellerde yatay kesit bağımlılığı bulunmaktadır. Ayrıca veri seti incelendiğinde bazı gözlemlerin eksik olduğu tespit edilmiştir. Böyle bir durumda ise dengesiz panel söz konusudur.

Tablo 1. Veri setine ilişkin ön testler

Sektörlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler		
	İmalat Sektörü	Hizmet Sektörü
Breusch-Pagan/Cook-Weisberg Test	Chi2(1)=1367.93 Prob > chi2=0.000	Chi2(1)=5.37 Prob > chi2=0.0205
Wooldridge Test	(1, 98)=1.619 Prob >=0.2063	(1, 27)=2.423 Prob >=0.1312
Pesaran’s test	212.456, Pr=0.0000	1830.285, Pr=0.0000
Friedman’s test	5592.530, Pr=0.0000	68.116, Pr=0.0000

Sıralanan dört koşula (Heteroskedastisite, otokorelasyon, yatay kesit bağımlılığı ve dengesiz panel) uygun bir araştırma modelinin seçilmesi çalışmanın geçerliliği ve güvenilirliği açısından önem arz etmektedir. Bu bağlamda ilgili literatür incelendiğinde bu koşullara uygun başlıca iki model bulunmaktadır. Bunlar Driskoll-Kraay (1998) modeli ve Uygulanabilir Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (FGLS) yöntemidir.

Hata yapısının, heteroskedastik olduğu belirli bir gecikmeye kadar otokorelasyonlu olduğu ve gruplar arasında muhtemelen ilişkili olduğu varsayılır. Driscoll-Kraay standart hataları, zaman boyutu büyüdükçe çok genel çapraz kesitsel ve zamansal bağımlılık biçimlerine karşı güçlüdür. Bu parametrik olmayan standart hata tahmin tekniği, panel sayısının sınırlayıcı davranışına herhangi bir kısıtlama getirmez. Metod yatay kesit ortalamaları serisi için Newey-West türü düzeltme yapmaktadır. Bu şekilde düzeltilmiş standart hata tahminleri yatay kesit boyut N’den bağımsız olarak ($N \rightarrow \infty$) 145 kovaryans matris tahmincilerinin tutarlılığını garantilemektedir. Sonuç olarak, sonlu örneklerdeki çapraz kesit boyutunun büyüklüğü, panel sayısı T’den çok daha büyük olsa bile, uygulanabilirlik açısından bir kısıtlama oluşturmaz. Ancak, tahmin edicinin büyük T asimptotiklerine dayandığı

unutulmamalıdır. Bu nedenle, bu tahmin ediciyi, çok sayıda gruba sahip ancak zaman içinde az sayıda gözleme sahip panel veri setlerine uygularken biraz dikkatli olunmalıdır (Tatoğlu, 2023; Hoechle, 2007; Driskoll ve Kraay, 1998). Ek olarak Hoechle (2007) çalışmasında Driskoll-Kraay modelinin, sıralanan koşullardan yatay kesit bağımlılığı koşulu hariç bazılarının ihlali durumunda bile uygulanabilir olduğunu bildirmiştir.

FGLS (Genelleştirilmiş En Küçük Kareler) yöntemi, özellikle zaman serisi ve panel verilerde sıkça karşılaşılan heteroskedastisite (varyansların eşit olmaması), otokorelasyon (aynı değişkenin farklı zamanlardaki değerleri arasındaki ilişki) ve birime özgü seri korelasyon gibi sorunlara çözüm bulmak için geliştirilmiş bir istatistiksel yöntemdir. Bu yöntem, Parks (1967) tarafından ilk olarak modellenmiş olup, değişen varyans sorununa çözüm bulmak için Griliches ve Rao (1969) ile Taylor (1977) tarafından daha da geliştirilmiştir. FGLS, bu tür sorunlara karşı dirençli olduğu için daha güvenilir ve tutarlı tahminler sunar. Ancak, yöntemin etkinliği örneklem büyüklüğü ve veri yapısına göre değişebilmektedir. Büyük örneklem boyutlarında FGLS yönteminin etkin olduğu belirtilmiş olsa da yöntemin küçük örneklem boyutlarında etkinliği konusunda hala tartışmalar sürmektedir (Yürük 2023).

5. Bulgular

İmalat ve hizmet sektörü için birer bağımlı, birer bağımsız ve iki kontrol değişkenli modellere ilişkin Driskoll-Kraay ve FGLS tahmincisi sonuçları Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2. Driskoll-Kraay ve FGLS tahmincisi sonuçları

İmalat Sektörü				
	Driskoll-Kraay		FGLS	
portfoyimalat	Number of Obs.= 16632	Prob. > F= 0.000	Number of Obs.= 16632	Prob. > F= 0.000 Wald chi2=258.76
CDS	Coef.= -2692	P= 0.000	Coef.= -2074	P= 0.000
rezervler	Coef.= 65.69	P= 0.003	Coef.= 35.56	P= 0.000
sanayiureendeksi	Coef.= -6800	P= 0.132	Coef.= -2555	P= 0.031
Hizmet Sektörü				
	Driskoll-Kraay		FGLS	
portfoyhizmet	Number of Obs.= 4704	Prob. > F= 0.032	Number of Obs.= 4704	Prob. > F= 0.0386 Wald chi2= 8.39
CDS	Coef.= -5444	P= 0.015	Coef.= -5619	P= 0.09
rezervler	Coef.= 107.66	P= 0.185	Coef.= 124.2	P= 0.072
sanayiureendeksi	Coef.= 2997	P= 0.85	Coef.= 2555	P= 0.874

Tablo 2’ye bakıldığında Türkiye’nin ülke risk priminin, 2009-2022 yılları arasında, imalat sanayi sektörüne olan yabancı portföy yatırımlarının bir belirleyicisi olduğu görülmektedir. Belirlenen tarih aralığında, Türkiye CDS risk priminin yabancı portföy yatırımlarına etkisi negatif yönde olup CDS primindeki bir birimlik artış imalat sektörüne olan yabancı portföy yatırımlarını 2692\$ azaltmaktadır ve imalat sektörüne yapılan yabancı portföy yatırımlarını ülke net döviz rezervleri pozitif etkilemektedir. Driskoll-Kraay analizinde, sanayi üretim endeksi değişkeninin portföy yatırımları ile bir ilişkisi bulunmamış fakat FGLS tahmincine göre ilgili değişken portföy

yatırımlarını pozitif yönde etkilemiştir.

İmalat sektöründe olduğu gibi, hizmet sektörüne yapılan yabancı portföy yatırımları da CDS risk priminden negatif yönde etkilenmektedir. Tablo 2'ye göre Türkiye'nin CDS primindeki bir birimlik artış, hizmet sektörüne olan yabancı portföy yatırımlarını 5444\$ azaltmaktadır. Driskoll-Kraay tahmincisine göre belirlenen tarih aralığında sektöre yapılan yabancı portföy yatırımlarını diğer değişkenler etkilememekte fakat, FGLS tahmincisine göre ülke net rezervleri, imalat sektöründe olduğu gibi ilgili yatırımları pozitif etkilemektedir.

6. Sonuç

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye'de imalat ve hizmet sektörlerine yapılan yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemek ve bu yatırımlar ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Çalışmada, ülke risk primi, net döviz rezervleri ve sanayi üretim endeksinin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu değerlendirme yapılırken geniş ölçekli bir veri seti kullanılmış olup sektörel ayrım yapılmıştır. Bu bağlamda çalışmanın özgünlüğü sağlanmaktadır.

Analizler yapılırken veri setine en uygun yöntemlerden olan Driskoll-Kraay ve FGLS tahmincileri kullanılmış olup analizler sonucunda benzer bulgulara ulaşılmıştır. Seçilen 2009-2022 dönemleri arasında aylık olarak sektörlere yapılan yabancı portföy yatırımları bağımsız değişkenlerden farklı bir şekilde etkilenmiştir. Türkiye CDS risk priminin yabancı portföy yatırımlarına etkisi negatif yönde olup bu sonuçlar Kahıloğulları'nın (2018) çalışmasıyla uyumludur. İmalat sektörüne yapılan yabancı portföy yatırımlarını ülke net döviz rezervleri pozitif etkilemekte olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Bu sonuç ise Kar ve Tatlıöz'ün bulguları (2008) ile uyumludur. Sanayi üretim endeksi değişkeninin ise Driskoll-Kraay analizinde, literatürün aksine (Raghavan ve Selvam, 2017) yabancı portföy yatırımları ile bir ilişkisi bulunamamış fakat FGLS tahmincine göre ilgili değişken portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilemiştir. Hizmet sektöründe ise yabancı portföy yatırımlarının, ülke CDS risk primine, imalat sektörüne göre negatif yönde daha duyarlı olduğu görülmektedir.

İmalat ve hizmet sektörlerine yapılan yabancı portföy yatırımlarındaki farklılıkların temel nedenleri, sektörlerin yapısal özelliklerindeki farklılıklar, makroekonomik göstergelere duyarlılık farklılıkları ve yatırımcıların risk algılarındaki farklılıklardan kaynaklanabilmektedir. İmalat sektörü, genellikle daha döngüsel bir yapıya sahip olup, ekonomik büyüme ve sanayi üretimi ile daha yakından ilişkilidir. Bu nedenle, imalat sektörüne yapılan yatırımlar, sanayi üretim endeksi gibi göstergelerden daha fazla etkilenebilir. Hizmet sektörü ise, daha az döngüsel olup, CDS risk primini etkilemesi muhtemel tüketici harcamaları ve ekonomik büyümenin genel durumu gibi olgular ile daha yakından ilişkilidir. Bu nedenle, hizmet sektörüne yapılan yatırımlar, ülke risk primi gibi makroekonomik göstergelere daha duyarlı olabilir. Ayrıca, yatırımcıların sektörlere yönelik risk algıları da farklılık gösterebilir. İmalat sektörü, genellikle daha fazla sermaye yoğunluğu ve teknolojik değişime açık olması nedeniyle yatırımcılar tarafından daha riskli olarak değerlendirilebilirken, hizmet sektörü daha az riskli olarak görülebilir. Bu farklı risk algıları, sektörlere yapılan yatırımların farklı belirleyicilere sahip olmasına neden olabilir.

Yazar Katkı Oranı Beyanı

Tüm süreç sorumlu yazar Denizcan Tamer tarafından yürütülmüştür.

Destek Beyanı

Bu çalışma için herhangi bir kurumdan destek alınmamıştır.

Kaynaklar

- Afak, M., Khan, M. A. ve Abdullahi, E. (2016). Determinants of foreign portfolio investment in an emerging economy: A case of Pakistan. *International Journal of Economics and Finance*, 8(12), 143–150.
- Aggarwal, R., Klapper, L. ve Wysocki, P. D. (2002). *Portfolio preferences of foreign institutional investors* (Policy Research Working Paper No. 3101). World Bank.
- Alfaro, L. ve Chanda, A. (2003). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation. *Journal of Economic Growth*, 8(2), 151–198.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. ve Volosovych, V. (2008). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347–368.
- Badhani, K. N. ve Kumar, A. (2020). Market timing skill of foreign portfolio investors in India. *IIMB Management Review*, 32, 24–38.
- Beck, N. ve Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *The American Political Science Review*, 89(3), 634–647. <https://doi.org/10.2307/2082979>
- Bekaert, G., Garcia, M. G. P. ve Harvey, C. R. (1995). *The role of capital markets in economic growth*. Catalyst Institute.
- Belderbos, R., Tong, T. W. ve Wu, S. (2020). Portfolio configuration and foreign entry decisions: A juxtaposition of real options and risk diversification theories. *Strategic Management Journal*, 41(7), 1191–1209.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. ve Reinhart, C. M. (1996). Inflows of capital to developing countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123–139.
- Carkovic, M. (2005). Does foreign direct investment accelerate economic growth? In T. H. Moran, E. M. Graham ve M. Blomström (Eds.), *Does foreign direct investment promote development?* (pp. 195–220). Institute for International Economics.
- Chadha, N., Khattar, R. ve Chhabra, M. (2024). FPI in IT sector: Navigating investment flows and market volatility. *Journal of Informatics Education and Research*, 4(2).
- Claessens, S., Dooley, M. P. ve Warner, A. (1995). Portfolio capital flows: Hot or cold? *The World Bank Economic Review*, 9(1), 153–174.
- Dahlquist, M. ve Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*, 59, 413–440.
- Delatte, A. L., Gex, M. ve López-Villavicencio, A. (2012). Has the CDS market influenced the borrowing cost of European countries during the sovereign crisis? *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 481–497.
- Driscoll, J. C. ve Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549–560.
- Errunza, V. (2001). Foreign portfolio equity investments, financial liberalization, and economic development. *Review of International Economics*, 9(4), 703–726.
- Froot, K. A., O'Connell, P. G. ve Seasholes, M. S. (2001). The portfolio flows of international investors. *Journal of Financial Economics*, 59(2), 151–193.
- Garg, R. ve Dua, P. (2014). Foreign portfolio investment flows to India: Determinants and analysis. *World Development*, 59, 16–28.
- Goldstein, I. ve Razin, A. (2006). An information-based trade-off between foreign direct investment and foreign portfolio investment. *Journal of International Economics*, 70(1), 271–295.
- Gumus, G. K., Duru, A. ve Gungor, B. (2013). The relationship between foreign portfolio investment and macroeconomic variables. *European Scientific Journal*, 9(34).

- Henry, P. B. (2000a). Do stock market liberalizations cause investment booms? *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 301–334.
- Henry, P. B. (2000b). Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *Journal of Finance*, 55(2), 529–564.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281–312.
- Iriobe, G., et al. (2018). Foreign portfolio equity investment and the performance of the Nigerian stock market: A sectoral distribution analysis. *International Business and Management*, 16(1), 29–38.
- Kahiloğullari, A. (2018). Relationship between credit default swaps, direct foreign investments and portfolio investments: Time series analysis for Turkey. *Prizren Social Science Journal*, 2(3), 50–62.
- Kar, M. ve Tatlıöz, F. (2008). Econometric analysis of determinants of foreign direct investment in Turkey. *Karamanoglu Mehmetbey University Journal of Economics and Administrative Sciences*, 10, 14.
- Karolyi, G. A. (2002). Did the Asian financial crisis scare foreign investors out of Japan? *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(4), 411–442.
- Kaya, V. ve Yılmaz, Ö. (2010). Türkiye’de doğrudan yatırımların belirleyicileri: 1970–2000. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17(3–4).
- Kutsar, K. (2021). *Kredi temerrüt takası: Etkileyen faktörler ve Türkiye’de yabancı portföy yatırımları üzerine etkileri* [Yüksek lisans tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi].
- Levine, R. ve Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537–558.
- Magud, N. E. ve Reinhart, C. M. (2007). Capital controls: An evaluation. *NBER Macroeconomics Annual*, 21(1), 341–388.
- Makoni, P. L. (2020). Foreign portfolio investments, exchange rates and capital openness: A panel data approach. *International Journal of Economics & Business Administration*, 8(2), 100–113.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2010). Finansal kriz teorileri ve Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası finansal krizler. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(2), 1–22.
- Parks, R. W. (1967). Efficient estimation of a system of regression equations when disturbances are both serially and contemporaneously correlated. *Journal of the American Statistical Association*, 62(318), 500–509. <https://doi.org/10.1080/01621459.1967.10482923>
- Raghavan, S. ve Selvam, D. M. (2017). Determinants of foreign portfolio investment and their effects on the Indian stock market. *International Journal of Management*, 8(3).
- Şenol, Z. ve Gülcemal, T. (2022). Yabancı portföy yatırımlarının firma düzeyinde belirleyicileri: Borsa İstanbul örneği. *Business and Economics Research Journal*, 13(3), 435–448.
- Sevil, G. ve Ünkaracalar, T. (2020). CDS primleri ile portföy yatırımları arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi: Türkiye örneği. *Maliye ve Finans Yazıları*, (113), 285–300.
- Şenol, Z. (2020). Finansal krizler ve risk yönetimi. In G. Gök (Ed.), *Multidisipliner yaklaşımla iktisadi kriz olgusu III* (pp. 279–298). Gazi Kitabevi.
- Tatoğlu, F. Y. (2023). *İleri panel veri analizi: Stata uygulamalı* (1. bs.). Beta Yayınları.
- Tyoga, M. S., Lawani, E. A. ve Gambo, N. (2024). Impact of macroeconomic determinants on foreign portfolio investment in Nigeria. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 12(2), 71–83.
- Uğur, A. ve Tosun, N. (2021). Türkiye’de yabancı portföy yatırımları ve CDS ilişkisi: 2008–2021 dönemi için bir inceleme. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(2), 345–358.

Weistroffer, C., Speyer, B., Kaiser, S. ve Mayer, T. (2009). *Credit default swaps*. Deutsche Bank Research.

Yürük, B. (2023). *Destinasyon rekabetçilik faktörlerinin bölgesel turizm talebine etkisi: Türkiye düzey-1 bölgeleri için panel veri analizi* [Doktora tezi, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi].