



Yabancı Yatırımcıların Türkiye'deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması

Dr. Serkan Yılmaz KANDIR
Çukurova Üniversitesi, İİBF.

Özet

Bu çalışmanın amacı, yabancı yatırımcıların, Türkiye'deki yatırım tercihlerinin belirlenmesidir. Çalışmada, İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından hazırlanan Türkiye'nin en büyük ve ikinci büyük 500 şirketine ilişkin verilerden yararlanılarak, yabancı yatırımcıların yatırım tercihleri 2000-2004 dönemi için incelenmiştir. Çalışmada, portföy ve çapraz-kesit regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, şirketlerin satış hacmi, karlılık ölçütleri ve ihracat gelirleri, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım kararlarını büyük ölçüde etkilemektedir. Kısaca, yabancı yatırımcıların Türk şirketlerinde, büyüklük, dışa açıklık ve finansal performans gibi ölçütlere önem verdikleri görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Yabancı sermaye, yabancı yatırımcılar, yatırım tercihleri, İSO.

Abstract (Investigating Investment Preferences Of Foreign Investors In Turkey)

Aim of this study is to determine the investment preferences of foreign investors in Turkey. Investment preferences of foreign investors are examined by using Istanbul Chamber of Industry (ICI the biggest and the second biggest 500) data for 2000-2004 period.

Portfolio and cross-sectional regression analyses are employed in the study. Analyses results suggest that sales volume, profitability and export revenues appear to affect the investment decisions of foreign investors in Turkey. Shortly, foreign investors seem to consider size, openness and financial performance of Turkish companies, when they are making investment decisions.

Key Words: Foreign capital, foreign investors, investment preferences, ICI.

1. Giriş

Son yıllarda, yabancı sermayenin, ekonomik büyümenin anahtarlarından biri olduğu düşünülmektedir. Ekonomik serbestleşme ve küreselleşme, uluslararası yatırımların hacmini ve önemini bir hayli artırmıştır. Ekonomik büyümeyi sağlamak için gerekli sermayenin sağlanmasında zorluk çeken gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermaye daha da önemli bir konudur. Yabancı sermaye, bir ülkeye iki farklı biçimde gelmektedir. Birincisi, doğrudan yabancı sermaye girişi biçiminde olmaktadır. İkincisi ise uluslararası portföy yatırımları biçiminde gerçekleşmektedir. Öncelikle bu iki kavramın açıklanması ve birbirlerinden farklı yönlerinin ortaya konulması yararlı olacaktır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir ülkede yerleşik bir yatırımcının başka bir ülkedeki işletmeye uzun vadeli yatırım yapması halinde söz konusu olmaktadır. Ancak her uluslararası yatırımın doğrudan yabancı sermaye yatırımı olarak kabul edilmesi mümkün değildir. Öncelikle uzun vadeli bir yatırım söz konusu olmalıdır. Yatırımcı ile yatırım yapılan işletme arasında uzun vadeli bir ilişki bulunmalıdır. Ayrıca, yatırımcının, yatırıma konu olan işletmenin yönetimini etkilemesi beklenmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını diğer yatırım biçimlerinden ayıran en önemli kriter, sahip olunan işletme hisseleri ile ilintilidir. Bir yatırımın doğrudan yabancı sermaye yatırımı olarak kabul edilebilmesi için, yabancı yatırımcının,

işletme hisselerinin en az % 10'una sahip olması gerekmektedir (Comprehensive Study of the Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI), 1999; Dahlquist ve Robertsson, 2004).

Uluslararası portföy yatırımlarının ayırt edici özelliği ise, yatırımı yapan kişi veya kurumun sermaye kazancı elde etmeyi hedeflemesidir. Bu durumda, uzun vadeli bir ilişki de söz konusu değildir. Ayrıca uluslararası portföy yatırımcısı, genelde yatırım konusu işletmenin %10'dan daha az hissesine sahip olmaktadır (Comprehensive Study of the Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI), 1999).

Günümüzde doğrudan veya dolaylı olduğuna bakılmaksızın, yabancı sermayenin ülke kalkınmasındaki katkısı genel olarak kabul edilmiştir. Ancak yabancı sermayenin nasıl çekileceği konusu tartışılmaya devam edilmektedir. Yabancı sermayenin çekilebilmesi için ilgili ülkede bazı koşulların oluşmuş olması gerekmektedir. İstikrarlı ekonomik büyüme hızı, makul vergi oranı, düşük ve istikrarlı enflasyon oranı, ekonominin dışa açıklığı, uluslararası rezervlerin seviyesi, doğal kaynakların varlığı, piyasanın büyüklüğü, etkin bir yasama sistemi ve altyapının gelişmişliği, siyasi istikrarın varlığı, okullaşma oranının seviyesi, dış ticarete getirilen kısıtlamaların düzeyi, yatırım teşviklerinin ve serbest ticaret bölgelerinin varlığı, üretim faktörleri ve üretim maliyetleri, yabancı sermayenin çekilmesinde etkili olan ülke seviyesindeki faktörlerdir (Loree ve Guisinger, 1995; Lim, 2001; Nunnenkamp, 2002; Onyeiwu ve Shrestha, 2004; Asiedu, 2006; Nonnemberg, 2004).

Öte yandan işletmeler seviyesinde bazı faktörler de yabancı sermaye yatırımı düzeyini etkileyebilmektedir. Bu aşamada, yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları işletmelerin özellikleri ile ilgili tercihleri ön plana çıkmaktadır. Yapılan uygulamalı çalışmalar yabancı yatırımcıların, büyük ölçekli, hisse senedi fiyatı yüksek, düşük kaldıraç oranına

sahip, cari oranı yüksek, düşük defter değeri / piyasa değeri (DD/PD) oranına sahip, aktif karlılık oranı yüksek, az karpayı ödeyen, ihracat gelirleri fazla, hisse senetleri likit olan, uluslararası faaliyetleri olan, hisse senedi getirisi yüksek, yüksek betalı, geçmiş performansı iyi olan, borsada işlem gören ve hisse senetleri likit olan şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini ortaya koymuştur (Kang ve Stulz, 1997; Dahlquist ve Robertsson, 2001; Hao, 2004; Cai ve Warnock, 2004; Dahlquist ve Robertsson, 2004; Edison ve Warnock, 2004; Liljebloom ve Löflund, 2005; Ko, Kim ve Cho, 2007).

Bu çalışmada, İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından hazırlanan Türkiye'nin en büyük 500 şirketine ve ikinci büyük 500 şirketine ilişkin verilerden yararlanılarak, yabancı yatırımcıların yatırım tercihleri incelenmiştir. Bu çerçevede, birinci ve ikinci 500 şirkete ait veriler, birleştirilerek Türkiye'nin en büyük 1000 şirketinden oluşan yeni bir veri tabanı oluşturulmuştur. Veri eksikliği ve bir takım kriterlere uymama nedenleriyle yapılan düzenlemelerden sonra kalan şirketlere ilişkin yabancı yatırımcıların tercihleri 2000 ve 2004 yılları arasında kapsayan dönem için incelenmiştir. Söz konusu inceleme, şirketlerden portföyler oluşturmak ve çapraz-kesit regresyon analizleri yapmak suretiyle gerçekleştirilmiştir. Regresyon analizlerinde, şirketlerin yabancı sermaye oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Şirketlerin satış hacimleri, çalışan sayıları, İMKB'de işlem görme durumları, kaldıraç oranları, ihracat hacimleri, aktif ve özsermaye karlılıkları ise bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır.

Analiz Sonuçları, portföy ve regresyon analizleri arasında benzerlik göstermiştir. Buna göre, şirketlerin satış hacmi, karlılık ölçütleri ve ihracat gelirlerinin, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım kararlarını büyük ölçüde etkilemektedir. Diğer yandan, sermaye yapısı, İMKB'de işlem görme ve çalışan sayısının ise yabancı yatırımcıların yatırım tercihleri üzerinde önemli bir etkisi olmadığı belirlenmiştir.

Yabancı yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Ancak, Türkiye’de yabancı yatırımcıların hangi şirketlere yatırım yaptıklarına ilişkin bir çalışmaya rastlanmamıştır. Dolayısıyla, İSO 500 ve ikinci 500 şirketlerini kapsayan bu çalışmanın, Türkiye’de yabancı yatırımcıların tercihlerini inceleyen ilk çalışma olduğu düşünülmektedir. Bu özelliğiyle de finans literatürüne önemli katkı sağlaması beklenmektedir. Öte yandan çalışmanın bazı eksik yönleri de bulunmaktadır. İSO veri tabanları, sadece seçilmiş bazı göstergeleri kapsamaktadır. Bu sebeple, literatürde incelenen bir takım şirket özellikleri bu çalışmada kullanılmamıştır. Ayrıca, literatürde sıklıkla, hisse senedi işlemlerine ilişkin göstergelere de yer verilmiştir. Ancak İSO veri tabanındaki şirketlerin büyük kısmı İMKB’de işlem görmemektedir. Bu nedenle, hisse senetlerine ilişkin ölçütlerin kullanılması mümkün olmamıştır. Bu iki eksikliğin, yeni çalışmalarda giderilebileceği düşünülmektedir.

Çalışma, dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, ilgili literatür özetlenmiş, ikinci bölümde ise araştırma yöntemi ve veriler açıklanmıştır. Analiz bulgularının yorumlanması üçüncü bölümü oluşturmaktadır. Son bölümde, sonuçlar yer almaktadır.

2. Literatür Taraması

Yabancı yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen çalışmalar genelde gelişmiş ülkeleri konu almıştır. Çoğunlukla bilançolardan elde edilen ve hisse senedi işlemlerine ilişkin verilerden yararlanılmıştır. Çalışmalarda, çok sayıda faktörün yabancı yatırımcıların yatırım davranışlarını etkilediği belirlenmiştir. Aşağıda bu çalışmalar özetlenmiştir.

Kang ve Stulz (1997), Japonya’da yabancı yatırımcıların hisse senedi yatırımlarını incelemiştir. Çalışmada, 1975 ve 1991 yılları arasında, 868 ile 1452 arasında değişen sayıda hisse senedi araştırma kapsamına alınmıştır. Japonya’daki yabancı yatırımcıların hisse senedi tercihlerinin belirlenmesi için firmalara ait sekiz değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenler, kaldıraç

oranı, cari oran, aktif karlılığı, piyasa modeli ile tahmin edilen hisse senedi betası, piyasa modeli hata terimlerinin varyansı, piyasanın üzerinde elde edilen getiri, piyasa değeri ve DD/PD oranıdır. Analiz sonuçları, yabancı yatırımcıların Japonya’da, büyük ölçekli, düşük kaldıraç oranına, düşük DD/PD oranına ve yüksek aktif karlılık oranına sahip firmaların hisse senetlerine yatırım yaptıklarını ortaya koymuştur.

Dahlquist ve Robertsson (2001), yabancı yatırımcıların, İsveç hisse senedi piyasasındaki yatırım tercihlerini incelemiştir. 1991 ve 1997 yılları arasında faaliyet gösteren tüm İsveç firmaları, araştırmanın örneklemini oluşturmuştur. Yabancı yatırımcıların hisse senedi tercihlerinin belirlenmesi için çapraz kesit regresyon ve panel data analiz yöntemlerinden yararlanılmıştır. Regresyon analizlerinde, yabancı sahiplik oranı bağımlı değişken; firma özellikleri ise bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Söz konusu firma özellikleri şunlardır: Firma büyüklüğü, karpayı getirisi, bir önceki yılın kümülatif bileşik hisse senedi getirisi, piyasa modeli ile tahmin edilen hisse senedi betası, piyasa modelinin hata terimlerinin varyansı, DD/PD oranı, cari oran, kaldıraç oranı, özsermaye karlılığı, ihracat gelirlerinin satış gelirlerine oranı, yoğunlaşma ve yabancı piyasalarda işlem görme durumu. Analiz sonuçları, yabancı yatırımcıların, büyük ölçekli, az karpayı ödeyen, cari oranı yüksek, ihracat gelirleri fazla ve hisse senetleri likit olan firmaların hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir.

Edison ve Warnock (2004), ABD’li yatırımcılar için önemli olan firma özelliklerini incelemiştir. ABD’li yatırımcıların yatırım tercihlerini belirlemek için bir takım firma özelliklerinden yararlanılmıştır: Firma büyüklüğü, işlem görme oranı, karpayı getirisi, geçmiş getirilerin dalgalanması, DD/PD oranı, Sharpe oranı, momentum, geçmiş getiriler, beta, aktif karlılığı, kaldıraç oranı, cari oran ve ABD borsalarında işlem görme durumudur.

Analiz sonuçları, ABD'li yatırımcıların büyük, hisse senedi getirisi yüksek, yüksek betalı, yabancı yatırımları için kısıtlamaya tabi olmayan, aktif karlılığı yüksek olan, kaldıraç oranı düşük olan ve ABD borsalarında işlem gören şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir. Ayrıca hisse senedi tercihlerinde bölgesel farklılık da gözlenmiştir. ABD'li yatırımcılar, Latin Amerika'da işlem görme oranı yüksek hisse senetlerini tercih ederlerken; Asya ülkelerinde böyle bir tercih söz konusu olmamıştır. Öte yandan, Asya'daki yatırımlarda karpayı ödemeyen şirketlerin hisse senetlerinden kaçınan ABD'li yatırımcılar, Latin Amerika ülkelerinde özellikle büyüme hisselerini tercih etmişlerdir.

Dahlquist ve Robertsson (2004), hisse senedi piyasası serbestleşmesi durumunda yabancı yatırımcıların yatırım davranışlarını incelemişlerdir. Çalışmada, yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları tüm şirketler araştırma kapsamına alınmıştır. Bu çerçevede, 1993-1998 döneminde yabancı yatırımcıların yaptıkları tüm hisse senedi alım satım işlemleri incelenmiştir. VAR modelinden yararlanılan çalışmada, yabancı yatırımcıların şirketlerle ilgili tercihleri araştırılmıştır. Analiz bulguları, yabancı yatırımcıların İsveç'te büyük, iyi tanınan, sermaye maliyeti düşük ve geçmiş performansları iyi olan şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini ortaya koymuştur.

Hao (2004), Japonya'da 1975 ve 2001 yılları arasında yabancı yatırımcıların hisse senedi tercihlerini incelemiştir. Firmalara ilişkin bazı özelliklerin, yabancı yatırımcıların hisse senedi taleplerini etkilediği düşünülmüş ve bu özelliklerden analizlerde yararlanılmıştır. Bu özellikler, firma büyüklüğü, DD/PD oranı, karpayı getirisi, hisse senedi getirilerinin dalgalanması, hisse senedi fiyatı, hisse senedi işlem görme oranı, kaldıraç oranı, cari oran, aktif karlılığı ve geçmiş getirilerdir. Çalışmada çapraz kesit regresyon ve panel data analizlerinden yararlanılmıştır. Analizlerde, yabancı sahipliği bağımlı değişken; firmalara ilişkin özellikler ise bağımsız değişkenler

olarak kullanılmıştır. Bulgular, yabancı yatırımcıların, büyük ölçekli, hisse senedi fiyatı yüksek, kaldıraçtan az yararlanan ve cari oranı yüksek olan Japon firmalarının hisse senetlerini tercih ettiklerini ortaya koymuştur.

Cai ve Warnock (2004), yabancı yatırımcıların ve yerel kurumsal yatırımcıların ABD'deki hisse senedi tercihlerini incelemişlerdir. Yabancı veya kurumsal yatırımcı sahipliği, analizlerde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenler ise şunlardır: İhracatın varlığına göre belirlenen kukla değişken, dış yatırımlardan sağlanan satışların toplam satışlara oranı, şirket piyasa değeri, S&P 500'de listelenme durumuna göre belirlenen kukla değişken, işlem görme oranı, karpayı getirisi, DD/PD oranı, momentum (son bir yılda edilen aylık kümülatif getiri), kaldıraç oranı, beta, dalgalanma, şirketlerin ait oldukları sektörlere göre belirlenen kukla değişken. Sonuçlar, yabancı yatırımcıların ABD'de büyük, likit, uluslararası faaliyetleri olan şirketlerin hisse senetlerini tercih ettiklerini göstermiştir.

Liljeblom ve Löflund (2005), Finlandiya'ya yönelik uluslararası portföy yatırımlarını belirleyen değişkenleri araştırmışlardır. Finlandiya'da 1993 yılı öncesinde yabancı yatırımlara kısıtlama uygulanması ve 1993 yılında kısıtlamaların kaldırılması çalışmaya ayrı bir özellik kazandırmıştır. 1993-1998 yılları arasında kapsayan çalışmada, panel veri yönteminden yararlanılmıştır. Regresyon analizlerinde, yabancı yatırımcıların toplam yatırımlar içerisindeki payı bağımlı değişken; bir takım firma özellikleri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Söz konusu firma özellikleri, karpayı getirisi, piyasa değeri, ihracatın toplam satışlara oranı, likidite, yatırımların karlılığı, DD/PD oranı, hisse başına kazanç, son 12 ayda gerçekleşen kümülatif hisse senedi getirisi, kaldıraç oranı, cari oran, sistematik risk farkı (firmanın yerel betası ile dünya piyasası betası arasındaki fark) ve dünya piyasasına göre oluşturulan piyasa mode-

linin hata terimlerinin varyansıdır. Bulgulara göre, yabancı yatırımcılar, Finlandiya'da büyük, aktif karlılığı yüksek ve hisse senetleri likit şirketlerin hisse senetlerini tercih etmektedirler.

Ko, Kim ve Cho (2007), Japonya ve Kore'de yabancı ve kurumsal yatırımcıların hisse senedi tercihlerini incelemişlerdir. 1993 ile 2002 döneminin araştırma kapsamına alındığı çalışmada, hisse senetleri, yabancı ve kurumsal yatırımcı paylarına göre sıralanarak üç portföye ayrılmıştır. Ayrıca Fama-French üç faktör (FF) modelinin uygulanması amacıyla hisse senetleri ilgili firmaların piyasa değerlerine ve DD/PD oranlarına göre portföylere ayrılmıştır. FF modelinde, yabancı ve kurumsal yatırımcı ağırlıklarına göre oluşturulan portföylerin getirileri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Piyasa faktörü, büyüklük faktörü ve DD/PD oranı faktörü ise bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, her iki ülkede de, yabancı ve kurumsal yatırımcılar, büyük ölçekli ve düşük DD/PD oranına sahip firmaların hisse senetlerini tercih etmektedir. Ancak özsermaye karlılığı konusunda tercihler iki ülke arasında farklılık göstermiştir. Japonya'daki yabancı ve kurumsal yatırımcıların, firmaların özsermaye karlılığı konusunda bir tercihi bulunmamaktadır. Kore'de ise yabancı ve kurumsal yatırımcıların, özsermaye karlılığı yüksek firmaların hisse senetlerini tercih ettikleri belirlenmiştir.

Yabancı yatırımcıların yatırım tercihlerini inceleyen çalışmalar yukarıda özetlenmiştir. İzleyen bölümde, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım tercihleri incelenmiştir.

3. Araştırma Yöntemi ve Veriler

Çalışmanın bu kısmında, yararlanılan analiz tekniklerine ve söz konusu analizlerde kullanılan verilere ilişkin açıklamalar yapılmıştır.

Çalışma, 2000 ve 2004 yılları arasında kapsamaktadır. Çalışmanın örneklemini İSO tarafından hazırlanan iki veri tabanı oluşturmaktadır. Söz konusu veri taban-

ları, Türkiye'nin en büyük 500 sanayi kuruluşundan ve ikinci 500 büyük sanayi kuruluşundan oluşmaktadır. Çalışmada iki veri tabanı birleştirilerek tek bir veri grubu haline getirilmiş ve elde edilen bu yeni veri tabanı kısaca "İSO 1000" olarak adlandırılmıştır. Böylece Türkiye'nin en büyük 1000 şirketinden oluşan bir örneklem elde edilmiştir. Ancak yıllar itibarıyla örneklemde yer alan şirket sayıları farklı olmuştur. Bunun iki nedeni bulunmaktır. Birincisi, bazı şirketlere ilişkin veriler eksiktir. İkincisi, negatif özsermayesi bulunan şirketler çalışmaya dahil edilmemiştir. Şirket verileri ile analizler yapan çoğu çalışmada negatif özsermayeli şirketler analize dahil edilmemektedir (Fama ve French, 1995; Chui ve Wei, 1998). Bu kısıtlar dikkate alındıktan sonra yıllar itibarıyla örneklemdeki şirket sayıları Ek 1'de gösterilmiştir. Ek 1'de görüldüğü gibi örneklemdeki şirket sayısı yıllar itibarıyla farklı olsa da, en az şirket sayısı 858 gibi düşük sayılamayacak bir rakam olmuştur. Kullanılan veriler aşağıda özetlenmiştir:

YABANCI: Şirketlerin yabancı sermaye oranıdır.

KALDIRAÇ: Toplam Aktiflerin özsermayeye oranlanması yoluyla hesaplanmıştır.

İMKB: Şirketlerin İMKB'de işlem görmesine göre atanan kukla değişken. İlgili şirket, İMKB'de işlem görüyorsa "1"; İMKB'de işlem görmüyorsa "0" değerini almaktadır.

İHRACAT: Şirketlerin ihracat tutarıdır.

PERSONEL: Şirketlerin çalışan sayısıdır.

AK: Aktif karlılığıdır.

ÖSK: Özsermaye karlılığıdır.

SATIŞLAR: Şirketlerin net satış tutarıdır.

Yukarıdaki verilerden, satışlar ve şirketlerin çalışan sayıları, şirket büyüklüğünü temsil etmek üzere kullanılmıştır. Yabancı yatırımcıların satışlar ve çalışan sayıları konusundaki yatırım tercihlerini inceleyen çalışmaya rastlanılmamıştır. Ancak, her iki değişken de, şirketlerin

sermaye yapılarını etkileyen büyüklük faktörleri olarak sıklıkla kullanılmaktadır (Voulgaris, Asteriou ve Agimirgianakis, 2004; Drobetz ve Fix, 2005; Hovakimian, Hovakimian ve Tehranian, 2004). Aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ise yine sermaye yapısı ile ilişkilendirilen finansal performans göstergeleri olarak kullanılmaktadır (Gaud, Jani ve Bender, 2005; Haas ve Peeters, 2006). Bu çalışmada da aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı değerlerinden finansal performans göstergeleri olarak yararlanılmıştır. Her iki karlılık ölçütünün de paydasında vergi öncesi kar verisine yer verilmiştir. Şirket karşılaştırmasına yer veren çalışmalarda, vergi öncesi karın kullanılması daha vergi sonrası kar değerine göre daha avantajlıdır. Çünkü, vergi öncesi karın dikkate alınması halinde, bulguların şirketlerin vergi ve teşvik durumlarından bağımsız olarak değerlendirilmesi mümkün olmaktadır. İhracat gelirleri ise dışa açıklık göstergesi olarak kullanılmıştır (Dahlquist ve Robertsson, 2001; Liljebloom ve Löflund, 2005). Öte yandan, borsada işlem görme durumundan tanınmışlık göstergesi olarak yararlanılmıştır (Edison ve Warnock, 2004). Kaldıraç ise finansal sıkıntıya düşme olasılığını temsil etmektedir (Coval ve Moskowitz, 1999; Liljebloom ve Löflund, 2005).

Çalışmanın uygulama kısmında, yabancı yatırımcıların ISO 1000 şirketleri için tercihleri incelenmiştir. Söz konusu inceleme için iki yöntemden yararlanılmıştır. Birincisi, portföy analizidir. Bu yöntemde şirketler her yıl yabancı sermayesi olan ve yabancı sermayesi olmayan olmak üzere ikiye ayrılmış ve bu portföylerin özelliklerinin birbirinden farklı olup olmama durumu “t istatistikleri” yardımıyla incelenmiştir. İkinci yöntem ise çapraz kesit regresyon analizidir. Literatürde de çoğunlukla regresyon analizi yöntemi kullanılmaktadır. Regresyon analizlerinde, şirketlerin yabancı sermaye oranları bağımlı değişken ve şirketlere ait bir takım özellikler ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Regresyon modeli

her yıl için ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Böylece toplam beş adet regresyon modeli tahmin edilmiştir. Çalışmada kullanılan tahmin modeli aşağıda gösterilmiştir:

$$YABANCI = \beta_1 + \beta_2 KALDIRAÇ + \beta_3 İMKB + \beta_4 İHRACAT + \beta_5 PERSONEL + \beta_6 AK + \beta_7 ÖSK + \beta_8 SATIŞLAR + u$$

YABANCI = Şirketlerin yabancı sermaye oranı,

KALDIRAÇ = Şirketlerin kaldıraç oranı,

İMKB = Şirketlerin İMKB’de işlem görmesine göre atanan kukla değişken,

İHRACAT = Şirketlerin ihracat tutarı,

PERSONEL = Şirketlerin çalışan sayısı,

AK = Aktif karlılığı,

ÖSK = Özsermaye karlılığı,

SATIŞLAR = Şirketlerin net satış tutarı,

u = Rasgele hata terimidir.

Regresyon modellerinde standart sapma sabit kalmamış, diğer bir ifadeyle “değişen varyans (heteroscedasticity)” problemi ortaya çıkmıştır. Değişen varyansın varlığının sınanması için White testinden yararlanılmıştır. Regresyon analizlerinde, değişen varyans problemi belirlenmiş ve sorunun giderilmesi için, “White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hataları”ndan yararlanılmıştır (White, 1980).

Yukarıda, çalışmada kullanılan yöntem ve veriler ayrıntılı olarak açıklanmıştır. İzleyen kısımda, yabancı yatırımcıların Türkiye’nin en büyük 1000 sanayi şirketi için yatırım tercihleri söz konusu yöntem ve veriler kullanılarak incelenmiştir.

4. Araştırma Bulguları

Çalışmada kullanılan ilk analiz yöntemi, portföy analizidir. Bu yöntemde, şirketler her yıl yabancı sermayesi olan ve yabancı sermayesi olmayan olmak üzere iki portföye ayrılmıştır. Bu portföylerin özelliklerinin birbirinden farklı olup olmama durumu ise “t istatistikleri”

yardımıyla incelenmiştir. Ek 2'de iki portföye ilişkin veriler yıllar itibariyle gösterilmiştir.

Ek 2'de görüldüğü gibi bazı rakamlar açısından yabancı ve yerli sermayeli şirketler arasında önemli farklılıklar mevcut-tur. Yabancı yatırımcılar, sürekli olarak daha fazla satış ve ihracat yapan, aktif ve özsermaye karlılığı daha yüksek olan şirketleri tercih etmişlerdir. Üstelik yabancı sermayeli şirketler ile yerli sermayeli şirketler arasındaki fark çoğu kez istatistiksel bakımdan önemli olmuştur. Sonuçlar, literatür ile büyük ölçüde uyumlu olmuştur. Yabancı yatırımcıların büyük şirketleri tercih etme davranışı hemen tüm çalışmalarca paylaşılan bir bulgudur. Dahlquist ve Robertsson (2001) de yabancı yatırımcıların ihracat gelirleri fazla olan şirketleri tercih ettiklerini belirlemiştir. Benzer biçimde Kang ve Stulz (1997) aktif karlılığı yüksek şirketlere; Ko, Kim ve Cho (2007) ise özsermaye karlılığı yüksek şirketlere yönelik bir tercihi ortaya koymuştur.

Öte yandan, çalışan sayısı ve kaldıraçtan yararlanma bakımından yerli ve yabancı yatırımcılar açısından önemli bir farklılık görülmemektedir. Bu bulgu, yabancı yatırımcıların düşük kaldıraç oranına sahip şirketleri tercih ettiğini belirleyen Kang ve Stulz (1997) ve Hao (2004) ile uyumlu olmamıştır. Ek 2, yabancı yatırımcıların İMKB'de işlem gören ve ihracat yapan şirketleri, yerli yatırımcılara kıyasla daha fazla tercih ettiklerini göstermektedir. Edison ve Warnock (2004) da, borsada işlem görmenin bir tercih nedeni olduğunu ortaya koymuştur. Benzer biçimde, Dahlquist ve Robertsson (2001), yabancı yatırımcıların İsveç'te ihracat gelirleri yüksek şirketleri tercih ettiğini belirlemiştir.

İkinci analiz yöntemi regresyon analizi olup her yıl için ayrı olmak üzere toplam beş adet çapraz kesit regresyon tahmini yapılmış ve analiz sonuçları Ek 3'de sunulmuştur. Regresyon analizlerinden elde edilen bulgular, daha önce yapılan çalışmaların sonuçları ile büyük ölçüde

uyumludur. Yabancı yatırımcıların tercihlerine yön veren en önemli kriter şirketlerin satış hacimleri olarak ortaya çıkmıştır. Şirket büyüklüğünü temsil eden satışlar, beş yıl boyunca istatistiksel bakımdan önemli olarak yabancı sermaye düzeyini belirleyen bir değişken olmuştur. Bu bulgu, yabancı yatırımcıların tercihlerini inceleyen tüm çalışmaların sonuçları ile uyumludur. Ancak söz konusu çalışmalarda şirket büyüklüğü, şirket piyasa değeri ile temsil edilirken; bu çalışmada satışlar şirket büyüklüğünü temsil etmektedir. Örneklemde yer alan şirketlerin küçük bir bölümü İMKB'de işlem görmektedir. İMKB' de işlem görmeyen şirketlerin piyasa değerlerinin gözlenmesi ise mümkün olmamaktadır. Benzer biçimde, her iki karlılık ölçütünün de, yabancı yatırımcıların tercihlerine büyük ölçüde yön verdiği gözlenmektedir. Bu bulgu, Kang ve Stulz (1997), Edison ve Warnock (2004), Liljeblom ve Löflund (2005), Ko, Kim ve Cho (2007) ile uyumlu olmuştur. 2002 ve 2003 yılları haricinde, ihracat gelirlerinin de yabancı yatırımcıların tercihlerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Bu bulgu, İsveç'te de ihracat gelirlerinin düzeyinin yabancı yatırımcılar için önemli bir tercih konusu olduğu sonucuna ulaşan Dahlquist ve Robertsson (2001) ile uyumlu olmuştur.

Öte yandan, kaldıraç oranı ve İMKB'de işlem görme durumuna ilişkin bulgular, literatürle uyumlu olmamıştır. Kang ve Stulz (1997), Edison ve Warnock (2004) ile Hao (2004), yabancı yatırımcıların kaldıraç oranı düşük olan şirketlere yatırım yapma eğiliminde olduklarını belirlemişlerdir. Oysa bu çalışmada, 2002 yılı dışında kaldıraç oranı, yabancı yatırımcılar için önemli bir faktör olarak gözlenmemiştir. Edison ve Warnock (2004), ABD'li yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yaptıkları yatırımlarda hisse senetleri ABD borsalarında işlem gören şirketlere öncelik verdiklerini belirlemişlerdir. Bu çalışmada ise yabancı yatırımcıların hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlere yatırım yapma konusunda bir tercih göstermedikleri belirlenmiştir. Diğer yandan, çalışan

sayısının da, yabancı yatırımcıların tercihlerini etkilemediği gözlenmiştir. Çalışan sayısına ilişkin olarak elde edilen bulguları daha önce yapılan çalışmalarla kıyaslama olanağı yoktur. Çünkü çalışan sayısı, literatürde yabancı yatırımcıların tercihlerine yön verebilecek bir değişken olarak düşünülmemiştir.

Sonuçlar özetlenirse, şirketlerin satış hacmi, karlılık ölçütleri ve ihracat gelirlerinin, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım kararlarını büyük ölçüde etkilediği belirlenmiştir. Diğer yandan, sermaye yapısı, İMKB'de işlem görme ve çalışan sayısının ise yabancı yatırımcıların yatırım tercihleri üzerinde önemli bir etkisi saptanamamıştır. Bu sonuçlar, portföy ve regresyon analizleri arasında benzerlik göstermiştir.

5. Sonuç

Gerekli sermayenin sağlanması ekonomik büyümeyi gerçekleştirmek için önemli bir konudur. Yerel tasarrufların yetersiz olması, gelişmekte olan ülkelerde sermayenin kısıtlı hale gelmesine neden olabilmektedir. Bu durumda, ülkeler yabancı sermayeden yararlanmanın yollarını aramaktadırlar.

Bir ülkenin veya bir şirketin yabancı sermaye çekebilmesi için ilgili ülkenin veya şirketin bazı özelliklere sahip olmaları gerekmektedir. Yabancı sermayenin çekilebilmesi, ülkenin, istikrarlı ekonomik büyüme hızına, makul vergi oranına, düşük enflasyon oranına, büyük bir piyasaya, doğal kaynaklara, gelişmiş bir altyapıya, siyasi istikrara, yatırım teşvikleri sunmasına, serbest ticaret bölgelerine sahip olmasına bağlı olmaktadır. Diğer yandan, yabancı yatırımcıların, büyük ölçekli, hisse senedi fiyatı yüksek, düşük kaldıraç oranına sahip, cari oranı yüksek, düşük DD/PD oranına sahip, aktif karlılık oranı yüksek, ihracat gelirleri fazla, hisse senetleri likit olan, geçmiş performansı iyi, uluslararası faaliyetleri olan, hisse senedi getirisi yüksek, yüksek betalı, borsada işlem gören ve hisse senetleri likit olan şirketlerin hisse senetlerini tercih ettikleri bilinmektedir.

Bu çalışmada, yabancı yatırımcıların yatırım tercihleri, İSO'nun hazırladığı Türkiye'nin en büyük 500 ve ikinci büyük 500 şirketine ilişkin veriler kullanılarak araştırılmıştır. Çalışmada, portföy ve çapraz-kesit regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Regresyon analizlerinde, şirketlerin yabancı sermaye oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Şirketlerin satış hacimleri, çalışan sayıları, İMKB'de işlem görme durumları, kaldıraç oranları, ihracat hacimleri, aktif ve özsermaye karlılıkları ise bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır.

Analiz Sonuçları, portföy ve regresyon analizleri arasında benzerlik göstermiştir. Şirketlerin satış hacmi, karlılık ölçütleri ve ihracat gelirlerinin, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım kararlarını etkilemektedir. Diğer yandan, sermaye yapısı, İMKB'de işlem görme durumu ve çalışan sayısının ise yabancı yatırımcıların yatırım tercihleri üzerinde önemli bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. Özetlenirse, yabancı yatırımcıların Türk şirketlerinde, büyük-lük, dışa açıklık ve finansal performans gibi ölçütlere önem verdikleri görülmektedir. Şirketlerin finansal sıkıntıya düşme olasılığı, şirketlere şeffaflık ve tanınırlık sağlayan İMKB'de işlem görme durumu ve şirket büyüklüğünü temsil eden ikinci gösterge olan çalışan sayısının ise yabancı yatırımcıların kararları üzerinde önemli bir etkisi bulunmamaktadır. Yabancı yatırımcıların yatırım kararı alırken; şirketlerin uzun vadede finansal sıkıntıya düşme olasılığına önem vermedikleri, kısa vadeli ölçütlere göre karar aldıkları düşünülebilir. Çünkü kısa vadede karlı ve satışları yüksek olan şirketlerin, sermaye yapılarındaki sorunlar nedeniyle uzun vadede finansal sıkıntı yaşamaları mümkündür. Bu ihtimalin, yabancı yatırımcılar tarafından fazla dikkate alınmadığı görülmektedir.

Bu çalışmanın, Türkiye'de yabancı yatırımcıların tercihlerini inceleyen ilk çalışma olduğu düşünülmektedir. İncelenen beş yıl boyunca 850-900 civarında şirket araştırma kapsamına alınmıştır. Örneklem, Türkiye gibi gelişmekte olan

bir ülke için oldukça büyüktür. Bu özellikleriyle çalışmanın, finans literatürüne önemli katkı sağlaması beklenmektedir. Öte yandan çalışmanın bazı eksik yönleri de bulunmaktadır. İSO veri tabanları, sadece seçilmiş bazı göstergeleri kapsamaktadır. Bu sebeple, literatürde incelenen bir takım şirket özellikleri bu çalışmada kullanılmamıştır. Ayrıca, literatürde sıklıkla, hisse senedi işlemlerine ilişkin göstergelere de yer verilmiştir. Ancak İSO veri tabanındaki şirketlerin büyük kısmı İMKB’de işlem görmemektedir. Bu nedenle, hisse senetlerine ilişkin ölçütlerin kullanılması mümkün olmamıştır. Bu iki eksikliğin, yeni çalışmalarda giderilebileceği düşünülmektedir.

Kaynakça

- Asiedu, Elizabeth, “Foreign Direct Investment in Africa: The Role of Natural Resources, Market Size, Government Policy, Institutions and Political Instability”, **World Economy**, 2006, Cilt 29, s.63-77.
- Cai, Fang ve Francis E. Warnock, “International Diversification at Home and Abroad”, **International Finance Discussion Paper**, 2004, No: 793, <http://ssrn.com/abstract=509743>.
- Chui, Andy C. W. ve K. C. John Wei, “Book-to-Market, Firm Size, and the Turn of the Year Effect: Evidence From Pacific-Basin Emerging Markets”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 1998, Cilt 6, s.275-293.
- Comprehensive Study of the Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI), **United Nations Conference on Trade and Development**, 23 Haziran 1999.
- Coval, Joshua D. ve Tobias J. Moskowitz, “Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios”, **Journal of Finance**, 1999, Cilt 54, Sayı 6, s.2045-2073.
- Dahlquist, Magnus ve Göran Robertsson, “Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics”, **Journal of Financial Economics**, 2001, Cilt 59, s.413-440.
- Dahlquist, Magnus ve Göran Robertsson, “A Note on Foreigners’ Trading and Price Effects Across Firms”, **Journal of Banking and Finance**, 2004, Cilt 28, s.615-632.
- Drobtz, Wolfgang ve Roger Fix, “What Are the Determinants of the Capital Structure? Evidence for Switzerland”, **Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik**, 2005, Cilt 141, Sayı 1, s.71-113.
- Edison, Hali J. ve Francis E. Warnock, “U.S. Investors’ Emerging Market Equity Portfolios: A Security-Level Analysis”, **Review of Economics and Statistics**, 2004, Cilt 86, sayı 3, s.691-704.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, “Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns”, **Journal of Finance**, 1995, Cilt 50, Sayı 1, s.131-155.
- Gaud, Philippe, Elion Jani, Martin Hoesli ve Andre Bender, “The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data”, **European Financial Management**, 2005, Cilt 11, Sayı 1, s.51-69.
- Haas, De Ralph ve Marga Peeters, “The Dynamic Adjustment Towards Target Capital Structures of Firms in Transition Economies”, **Economics of Transition**, 2006, Cilt 14, Sayı 1, s.133-169.
- Hao, Jiang, “Foreign Ownership and Equity Returns: Evidence From Japan”, **17th Australasian Finance and Banking Conference**, 15-17 Aralık 2004, Sydney.
- Hovakimian, Armen, Gayane Hovakimian ve Hassan Tehranian, “Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues”, **Journal of Financial Economics**, 2004, Cilt 71, s.517-540.
- İSO Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Veri Tabanı, http://www1.iso.org.tr/500buyuk_Default_gecmis.asp, Ziyaret Tarihi: Kasım 2006.
- Kang, Jun-Koo ve Rene M. Stulz, “Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan”, **Journal of Financial Economics**, 1997, Cilt 46, s.3-28.
- Ko, Kwangsoo, Keunsoo Kim ve Sung Hoon Cho, “Characteristics and Performance of Institutional and Foreign Investors in Japanese and Korean Stock Markets”, **Journal of the Japanese and International Economies**, 2007, Cilt 21, Sayı 2, s.195-213.
- Liljeblom, Eva ve Anders Löflund, “Determinants of International Portfolio Investment Flows to a Small Market: Empirical Evidence”, **Journal of Multinational Financial Management**, 2005, Cilt 15, s.211-233.
- Lim, Ewe-Ghee, “Determinants of, and the Relation Between, Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature”, **IMF Working Paper**, 2001, No: S.WP/01/175.
- Loree, David W. ve Stephen E. Guisinger, “Policy and Non-Policy Determinants of U.S. Equity Foreign Direct Investment”, **Journal of International Business Studies**, 1995, Cilt 26, Sayı 2, s.281-299.
- Nonnemberg, Marcelo Braga ve Mario Jorge Cardoso de Mendonça, “The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries”, **32th Brazilian Economics Meeting Proceeding**, 2004, <http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A061.pdf>.
- Nunnenkamp, Peter, “Determinants of FDI In Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of the Game?”, **Kiel Working Paper**, 2002, No: 1122, <http://www.uni-kiel.de/ifw/pub/kap/2002/kap1122.pdf>.

Onyeiwu, Steve ve Hemanta Shrestha, "Determinants of Foreign Direct Investment in Africa", **Journal of Developing Societies**, 2004, Cilt 20, Sayı 1-2, s.89-106.

Voulgaris, F. D. Asteriou ve G. Agimigianakis, "Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing

Sector", **International Review of Applied Economics**, 2004, Cilt 18, Sayı 2, s.247-262.

White, Halbert, "A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity", **Econometrica**, 1980, Cilt 48, Sayı 4, s.817-838.

EKLER

Ek 1. Yıllar İtibariyle Araştırma Kapsamına Alınan Şirket Sayıları

Yıllar	Şirket Sayısı
2000	908
2001	858
2002	871
2003	903
2004	907

Ek 2. Portföy Analizi Sonuçları

2004	Üretimden Satışlar (Net) [YTL]	İhracat Tutarı [YTL]	Çalışan Sayısı	Kaldıraç	AK	ÖSK
Yabancı	281,099,577	102,049,487	771	2.9581	0.1077	0.2151
Yerli	126,595,489	41,068,288	689	2.8553	0.0515	0.1011
Farklılık Derecesi	***	***			***	

2003	Üretimden Satışlar (Net) [YTL]	İhracat Tutarı [YTL]	Çalışan Sayısı	Kaldıraç	AK	ÖSK
Yabancı	185,870,015	84,604,480	736	3.4964	0.1321	0.2701
Yerli	108,036,032	32,592,376	685	3.4071	0.0606	0.0985
Farklılık Derecesi		***			***	**

2002	Üretimden Satışlar (Net) [YTL]	İhracat Tutarı [YTL]	Çalışan Sayısı	Kaldıraç	AK	ÖSK
Yabancı	141,630,858	65,811,957	676	4.6788	0.1236	0.2377
Yerli	88,220,830	24,904,003	655	7.8867	0.0914	0.1535
Farklılık Derecesi		***			***	

2001	Üretimden Satışlar (Net) [YTL]	İhracat Tutarı [YTL]	Çalışan Sayısı	Kaldıraç	AK	ÖSK
Yabancı	91,720,061	42,807,444	666	6.0625	0.0854	-0.0132
Yerli	64,617,372	18,227,649	674	5.5848	0.0629	-0.3095
Farklılık Derecesi		***			**	

2000	Üretimden Satışlar (Net) [YTL]	İhracat Tutarı [YTL]	Çalışan Sayısı	Kaldıraç	AK	ÖSK
Yabancı	55,612,220	16,054,127	657	4.7497	0.0979	0.1146
Yerli	36,432,376	7,817,851	710	6.0456	0.0630	-0.0524
Farklılık Derecesi		**			***	

** İlgili katsayının %5 düzeyinde; *** İlgili katsayının %1 düzeyinde istatistiksel bakımdan önemli olduğunu göstermektedir.

Ek 2. Portföy Analizi Sonuçları (Devamı)

	Firma Sayısı	İMKB Şirketi Sayısı	İhracat Yapan Firma Sayısı	İMKB Şirketi Oranı	İhracat Yapan Firma Oranı
2004					
yabancı	187	37	176	0.1979	0.9412
yerli	820	95	638	0.1159	0.7780
2003					
yabancı	180	36	166	0.2000	0.9222
yerli	723	91	629	0.1259	0.8700
2002					
yabancı	166	37	156	0.2229	0.9398
yerli	705	99	603	0.1404	0.8553
2001					
yabancı	156	35	142	0.2244	0.9103
yerli	702	93	610	0.1325	0.8689
2000					
yabancı	176	37	161	0.2102	0.9148
yerli	732	109	609	0.1489	0.8320

Ek 3. Regresyon Analizlerinin Sonuçları

	2000	2001	2002	2003	2004
β_1 (Sabit terim)	-1.613*** (0.000)	-1.614*** (0.000)	-0.070*** (0.000)	-1.424*** (0.000)	-1.238*** (0.000)
β_2 (KALDIRAÇ)	-0.068 (0.2670)	-0.019 (0.678)	-0.010*** (0.007)	-0.008 (0.362)	-0.181 (0.235)
β_3 (İMKB)	2.311 (0.419)	0.034 (0.436)	0.021 (0.622)	0.013 (0.735)	0.028 (0.508)
B_4 (İHRACAT)	0.119*** (0.001)	0.077** (0.048)	0.063 (0.131)	0.057 (0.149)	0.081** (0.044)
B_5 (PERSONEL)	-1.372 (0.254)	-0.498 (0.706)	-0.026 (0.175)	-0.012 (0.438)	-0.008 (0.566)
B_6 (AK)	0.239** (0.034)	0.061 (0.428)	0.233** (0.023)	0.575*** (0.000)	0.737*** (0.000)
B_7 (ÖSK)	0.054 (0.460)	0.297* (0.059)	0.155** (0.056)	0.055** (0.011)	0.054*** (0.000)
B_8 (SATIŞLAR)	0.118*** (0.000)	0.112*** (0.000)	0.121*** (0.000)	0.089 (0.000)	0.075*** (0.001)
Düzeltilmiş R ²	0.067	0.059	0.075	0.077	0.075
F İstatistiği	9.195*** (0.000)	7.624*** (0.000)	9.998*** (0.000)	10.622*** (0.000)	10.456*** (0.000)

* ilgili katsayının %10; ** ilgili katsayının %5; *** ilgili katsayının %1 düzeyinde istatistiksel bakımdan önemli olduğunu göstermektedir.

Not 1: İlgili katsayıların olasılıkları, White Değişen Varyansla Uyumlu Standart Hatalarına göre düzeltmeyi yansıtmaktadır.

Not 2: Parantez içindeki rakamlar, ilgili katsayılara ilişkin olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.