

**T.C.
EGE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İktisat Anabilim Dalı**

**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN BELİRLEYİCİLERİ VE
EKONOMİK ETKİLERİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE TÜRKİYE
AÇISINDAN BİR DEĞERLENDİRME**

DOKTORA TEZİ

Nilüfer KAYA KANLI

DANIŞMANI: Prof. Dr. Osman AYDOĞUŞ

İZMİR-2015

**T.C.
EGE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İktisat Anabilim Dalı**

**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN BELİRLEYİCİLERİ VE
EKONOMİK ETKİLERİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE TÜRKİYE
AÇISINDAN BİR DEĞERLENDİRME**

DOKTORA TEZİ

Nilüfer KAYA KANLI

DANIŞMANI: Prof. Dr. Osman AYDOĞUŞ

JÜRİ ÜYESİ

Prof Dr. İsmail BULMUŞ

JÜRİ ÜYESİ

Prof Dr. Metin KARADAĞ

JÜRİ ÜYESİ

Doç. Dr. A. Nazif ÇATIK

JÜRİ ÜYESİ

Doç. Dr. Umut HALAÇ

İZMİR-2015

Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne sunduğum “Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri ve Ekonomik Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme” adlı doktora tezinin tarafımdan bilimsel, ahlak ve normlara uygun bir şekilde hazırlandığını, tezimde yararlandığım kaynakları bibliyografyada ve dipnotlarda gösterdiğimi onurumla doğrularım.

Nilüfer KAYA KANLI





T.C.EGE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



DOKTORA
TEZ SAVUNMA TUTANAĞI

ÖĞRENCİNİN

Adı Soyadı : Nilüfer KAYA KANLI

Numarası : 92-07-3477

Anabilim Dalı : İKTİSAT DOKTORA

Tez Başlığı (Türkçe) : Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri ve Ekonomik Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme

Tez Başlığı (İngilizce) : Determinants of Foreign Direct Investment and It's Economic Impacts: The Case of Developing Countries and Turkey

Tez Savunma Tarihi : 24/06/2015

Tez Başlığı Değişikliği Varsa Yeni Başlık:

JÜRİ ÜYELERİ

Jüri Başkanı

Unvan, Adı, Soyadı : Prof.Dr.Osman AYDOĞUŞ

Karar : ☒ Başarılı ☐ Başarısız ☐ Düzeltme

İmza :

Jüri Üyesi (Tez İzleme Komitesi Üyesi)

Unvan, Adı, Soyadı : Prof.Dr.Metin KARADAĞ

Karar : ☒ Başarılı ☐ Başarısız ☐ Düzeltme

İmza :

Jüri Üyesi (Tez İzleme Komitesi Üyesi)

Unvan, Adı, Soyadı : Prof.Dr.İsmail BULMUŞ

Karar : ☒ Başarılı ☐ Başarısız ☐ Düzeltme

İmza :

Jüri Üyesi

Unvan, Adı, Soyadı : Doç.Dr.A.Nazif ÇATIK

Karar : ☒ Başarılı ☐ Başarısız ☐ Düzeltme

İmza :

Jüri Üyesi

Unvan, Adı, Soyadı : Doç.Dr.Umut HALAÇ

Karar : ☒ Başarılı ☐ Başarısız ☐ Düzeltme

İmza :

TEZ HAKKINDA JÜRİNİN GENEL GÖRÜŞÜ

(Jüri Başkanı Tarafından Doldurulacaktır)

Tez savunması sonucunda öğrenci tarafından hazırlanan çalışma;

Oybirliğiyle

Oy çokluğuyla

☒
☐

Başarılıdır

Düzeltilmelidir

Başarısızdır

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	1
ŞEKİL LİSTESİ.....	2
TABLO LİSTESİ	3
1. GİRİŞ	5
2. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARI AÇIKLAYAN TEORİLER.....	11
2.1. Üretim Döngüsü Teorisi	13
2.2. İçselleştirme Teorisi	14
2.3. OLI Paradigması.....	16
2.3.1. OLI Paradigması Açısından Doğrudan Yabancı Yatırım Çeşitleri	18
3. TÜRKİYE’NİN BÜYÜME SÜRECİNDE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN ÖNEMİ	24
3.1. Dış Borç Yaratmayan Büyüme Modeli	35
3.2. Türkiye’ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi Yeterli Midir?	42
3.3. Sonuç	48
4. KÜRESEL DÜZEYDE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR	49
5. METODOLOJİ.....	58
5.1. Panel Veri Analizi	58
5.2. Veri ve Yöntem.....	63
6. ÜLKE RİSK FAKTÖRLERİNİN DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ BELİRLEYİCİ ETKİSİ	65
6.1. Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	66
6.2. Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi	75
6.2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları	76
6.2.2. Kredi Notunun Etkisi.....	82
6.2.2.1. Veri ve Yöntem.....	83

6.2.2.2.	Ampirik Sonuçlar.....	85
6.2.3.	Yatırım Yapılabilir Seviyenin Etkisi	93
6.2.3.1.	Veri ve Yöntem.....	95
6.2.3.2.	Ampirik Sonuçlar.....	96
6.2.4.	Ülke Risk Priminin Etkisi.....	98
6.2.4.1.	Veri ve Yöntem.....	98
6.2.4.2.	Ampirik Sonuçlar.....	99
6.3.	Sonuç	101
7.	DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİNDE FİNANSAL PİYASALARIN ROLÜ.....	102
7.1.	Literatür Özeti	103
7.2.	Veri ve Yöntem.....	108
7.3.	Ampirik Sonuçlar.....	110
7.4.	Sonuç	120
8.	SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME	121
	KAYNAKLAR	127
	EKLER	139
	EK 1: Kredi Notunun Etkisinin İncelendiği Analize Dahil Olan Ülkeler	139
	EK 2: Kredi Notu Yatırım Yapılabilir Seviyeye Yükselen Ülkeler	143
	EK 3: Ülke Risk Priminin Etkisi Analizine Dahil Olan Ülkeler	144
	EK 4: Finansal Piyasaların Rolünü İnceleyen Analizlere Dahil Olan Ülkeler	146
	YAZARIN ÖZGEÇMİŞİ	148
	ÖZET	149
	ABSTRACT.....	150

ÖNSÖZ

Tezin bu kısmında doktora süresince bana yardımlarını ve desteğini esirgemeyen değerli hocalarıma ve aileme teşekkür etmek istiyorum. Öncelikle beni yapıcı eleştirileriyle yönlendiren, motive eden, çalışma süresince bana her türlü desteği sağlayarak anlayış ve sabır gösteren danışmanım Prof. Dr. Osman Aydoğuş Hocama teşekkür ederim.

Tez hazırlama sürecinin çeşitli aşamalarında eksiklerimi ve hatalarımı düzeltmeme yardım ederek bana yol gösteren Prof Dr. İsmail Bulmuş'a özellikle teşekkür ederim. Değerli katkıları ve yardımları için Prof. Dr. Metin Karadağ'a ve Doç. Dr. A. Nazif Çatık'a çok teşekkür ederim. Tezimi okuyarak eleştirilerini benimle paylaşan Doç. Dr. Umut Halaç'a teşekkür ederim.

Tezimin düzeltmelerini yapabilmem için bana zaman yaratan sevgili annelerim Ayşe Kaya ve Şahinde Kanlı ile babam Fahri Kaya'ya teşekkür ederim. Son olarak, tez süresi boyunca daima yanımda hissettiğim, zor zamanlarımda bana destek olan, stresli anlarımda bana katlanan ve bu çalışmayı tamamlamam için beni zorlayan sevgili eşimİbrahim Burak Kanlı'ya her türlü desteği için çok teşekkür ederim.

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Üretim Döngüsü	13
Şekil 2: Türkiye'nin Yıllık GSYH Düzeyi ve Büyüme Oranları	27
Şekil 3: ABD'ninkine Oranla Kişi Başı Gelir Düzeyi (Satın Alma Gücü Paritesine Göre Düzenlenmiş, ABD=100)	28
Şekil 4: Cari Açık ve Büyüme İlişkisi	29
Şekil 5: OECD Ülkelerinde 2013 Yılında Cari Denge (GSYH'ya Oran, %)	30
Şekil 6: Türkiye'de Tasarruf ve Yatırım Oranları (% , GSYH oranı).....	31
Şekil 7: Türkiye'de Kamu ve Özel Sektör Tasarrufları (% , GSYH oranı)	31
Şekil 8: DYY'ların Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etki Kanalları.....	33
Şekil 9: ABD'deki Enflasyon Oranı (Yıllık, 1961-2014).....	42
Şekil 10: DYY Girişinin ve Dış Borcun GSYH'ya Oranı	44
Şekil 11: Küresel Düzeyde Doğrudan Yabancı Yatırımların GSYH'ya Oranı (%).....	50
Şekil 12: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi (Milyar \$)	51
Şekil 13: Doğrudan Yabancı Yatırım Çıkışı (Milyar \$).....	51
Şekil 14: Doğrudan Yabancı Yatırım Stoğu (Milyar \$).....	52
Şekil 15: Gelişmekte Olan Ülkelerin Gelir Durumuna Göre Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi (Milyar \$).....	54
Şekil 16: Gelişmekte Olan Ekonomilerin Gelir Durumuna Göre Doğrudan Yabancı Yatırım Stoğu (Milyar \$).....	55
Şekil 17: 2012 Yılında Doğrudan Yabancı Yatırım Girişinde İlk 25 Ülke (Milyar \$)	56
Şekil 18: 2012 Yılında Doğrudan Yabancı Yatırım Çıkışında İlk 25 Ülke (Milyar \$).....	57
Şekil 19: Ülkelerin S&P Kredi Notu ve Gelişmişlik Düzeyi İlişkisi	91
Şekil 20: Ülkelerin Moody's Kredi Notu ve Gelişmişlik Düzeyi İlişkisi	91
Şekil 21: Ülkelerin Fitch Kredi Notu ve Gelişmişlik Düzeyi İlişkisi	92

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Nüfusu 10 Milyondan Fazla Olan Ülkeler Arasında, Kişi Başı Geliri 25 Bin Dolardan Yüksek Olanlar İçin Kişi Başı Gelir, 10 Bin ve 25 Bin Dolara Ulaştıkları Yıl	25
Tablo 2: Çeşitli Senaryolara Göre Dış Borç Oranını Artırmayan DYY Oranı	43
Tablo 3: Türkiye'nin Son 10 Yıllık DYY, Büyüme, Dış Borç ve Cari Açık Oranları.....	43
Tablo 4: Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Coğrafi Dağılımı (Yıllık, Milyon Dolar)	45
Tablo 5: Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Sektörel Dağılımı (Yıllık, Milyon Dolar)	47
Tablo 6: Küresel Doğrudan Yabancı Yatırım Stoğu.....	53
Tablo 7: Çeşitli Çalışmalara Göre Doğrudan Yabancı Yatırım Üzerinde Gözlenen Etki.....	67
Tablo 8: S&P, Moody's ve Fitch Kuruluşlarının Uzun Vadeli Kredi Notları	80
Tablo 9: Kredi Notlarına Çalışma Kapsamında Verilen Değerler	84
Tablo 10: Risk Göstergesinde S&P Kredi Notunun Kullanıldığı Modeller	86
Tablo 11: Risk Göstergesinde Moody's Kredi Notunun Kullanıldığı Modeller.....	88
Tablo 12: Risk Göstergesinde Fitch Kredi Notunun Kullanıldığı Modeller.....	89
Tablo 13: Kredi Notlarına Çalışma Kapsamında Verilen Değerler	94
Tablo 14: Yatırım Yapılabilir Seviyenin Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisi.....	97
Tablo 15: Risk Priminin Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisi	100
Tablo 16: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Kredi Miktarı ile Ölçüldüğü Modeller (Üst Orta Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı).....	111
Tablo 17: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Kredi Miktarı ile Ölçüldüğü Modeller (Yüksek Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı).....	112
Tablo 18: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Banka Aktifleri ile Ölçüldüğü Modeller (Üst Orta Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı).....	113
Tablo 19: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Banka Aktifleri ile Ölçüldüğü Modeller (Yüksek Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı).....	114

Tablo 20: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Borsa İşlem Hacmi ile Ölçüldüğü Modeller (Üst Orta Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı).....	116
Tablo 21: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Borsa İşlem Hacmi ile Ölçüldüğü Modeller (Yüksek Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı).....	117
Tablo 22: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Borsa Değeri ile Ölçüldüğü Modeller (Üst Orta Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı).....	118
Tablo 23: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Borsa Değeri ile Ölçüldüğü Modeller (Yüksek Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı).....	119

1. GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkeler genellikle sermaye birikimi yetersiz olan ve tasarruf açığı bulunan ülkelerdir. Bu ülkelerin çoğu, yapısal darboğazları aşmak ve kalkınma süreçlerini finanse etmek için dış finansman kaynaklarına ihtiyaç duyarlar.

Uluslararası mali kuruluşlara ve diğer devletlere borçlanma dışındaki en önemli dış finansman kaynağı yabancı sermaye giriştir. Küreselleşme süreci ile birlikte hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere yaygınlaşan finansal serbestleşme uygulamaları sonucunda sermaye hareketleri artmış, özellikle gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye girişi hızlanmıştır.

Sermaye hareketleri, ev sahibi ülkede kaldığı süreye göre kısa veya uzun vadeli olarak nitelendirilir. Kısa vadeli sermaye hareketleri yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkenin sermaye piyasasında tahvil ve hisse senedi olarak gerçekleştirdikleri portföy yatırımlarıdır. Bu yatırımlar ülkeler arasındaki getiri oranlarına ve risk unsurlarına oldukça duyarlı oldukları için ülkeye hızla giriş yapabilirler ve olağanüstü risklerin oluşması durumunda ülkeyi anında terk edebilirler.

Uzun vadeli sermaye hareketleri ise bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla yapılan doğrudan yabancı yatırımlardır. Bu yatırımların hem ülkeye girişi hem de ülkeden çıkışı zaman alır. Doğrudan yabancı yatırımın ülkede personel, ekipman, bina vb. fiziki mevcudiyeti bulunduğundan yatırımcı ev sahibi ülkeyi hemen terk edemez.

Yabancı sermaye girişindeki artış bir taraftan gelişmekte olan ülkelerin sermaye birikimine katkıda bulunurken diğer taraftan önemli sorunlar da yaratmıştır. Ülkelerin krize girmelerine yol açan bu sorunlar daha çok kısa vadeli yatırımların bir sonucudur. 1990'lardayışanan Avrupa Para Bölgesi krizi, Uzakdoğu krizi, Asya krizi, Malezya krizi, Rusya krizi, Arjantin krizi, Brezilya krizi gibi küresel etkiler yaratan krizleri kısa

vadeli sermaye giriş çıkışlarının tetiklediği düşünülmektedir. Türkiye’de yaşanmış olan 1999 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin de temelinde sıcak para giriş çıkışlarının olduğu kabul edilmektedir.

Bu çalışmanın konusunu oluşturan doğrudan yabancı yatırımlar uzun dönemli niteliği sayesinde gelişmekte olan ülkelerin dış finansman ihtiyacını karşılamada diğer finansman kaynaklarından daha güvenilirdir. Bu yatırımların, ev sahibi ülke açısından üretim ve ihracat kapasitesini artırma, istihdam yaratma, teknoloji ve bilgi transferi sağlama gibi olumlu başka etkileri de bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların ülke ekonomisine katkıları yadsınamaz hale geldikçe gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı yatırım çekebilmek için piyasaların serbestleşmesi, tanıtımların yapılması ve teşviklerin verilmesi gibi bazı önlemler almaya başlamışlardır.

Türkiye’ye doğrudan yabancı yatırım girişini artırmak amacıyla, son 10 yıllık dönemde, yasal düzenlemeler yapılmış, tanıtım ve destek mekanizmaları güçlendirilmiştir. Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlar, yatırım ortamını iyileştirmeye yönelik yasal düzenlemelerin etkisiyle hızlanmıştır. 17 Haziran 2003 tarihinde 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu tarihten önce 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu yürürlükte bulunmaktaydı. Eski kanunda yabancı yatırım belirli bir izinle gerçekleşmekteyken yeni kanunda bu sistem yürürlükten kaldırılmıştır.

Bu çalışmada Türkiye’nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin sermaye ihtiyacı ve bu ihtiyacı karşılamamanın en iyi biçiminin doğrudan yabancı yatırımlar olduğu göz önünde bulundurularak aşağıdaki sorulara cevap aranmaktadır.

- *Türkiye’nin büyüme sürecine doğrudan yabancı yatırımlar nasıl katkıda bulunur?*
- *Ülke risk faktörleri doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde belirleyici bir etkiye sahip midir?*

- *Ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisi ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılaşır mı?*
- *Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinde finansal piyasaların rolü var mıdır?*
- *Finansal piyasaların rolü ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılaşır mı?*

Çalışmanın başında genel bir çerçeve oluşturmak amacıyla doğrudan yabancı yatırımları açıklayan yaklaşımlara değinilmekte ve doğrudan yabancı yatırımların temel motivasyonlarını açıklama konusunda literatüre önemli katkılar yapmış olan üretim döngüsü teorisi, içselleştirme teorisi ve OLI paradigması açıklanmaktadır.

Üçüncü bölümde büyümenin finansmanı açısından doğrudan yabancı yatırımların önemi ele alınmıştır. Türkiye'nin 2023 yılında kişi başı yirmi beş bin dolar gelir düzeyi hedefine ulaşmak ve yüksek gelir grubu ülkeler arasına sıçramak için uzun yıllar boyunca istikrarlı biçimde büyümesi gerekmektedir. Büyüme sürecinin istikrarlı olabilmesi için ihtiyaç duyulan yabancı sermaye girişi dış borç oranını arttırmamalıdır. Eğer büyüme sürecinde dış borç oranı artarsa, uzun süre istikrarlı biçimde büyüme sürdürülemez. Bu kısımda açıklanan büyüme modelinde, dış borcun artmaması için GSYH'nın belirli bir oranı kadar ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişinin gerçekleşmesi gerektiği gösterilmektedir.

Dördüncü bölümde son otuz yılda hızlanan doğrudan yabancı yatırım hareketlerinin küresel düzeydeki seyri ve mevcut durumu incelenmektedir. Beşinci bölümde, sonraki kısımlarda yapılan ampirik analizlerde uygulanan yöntemler açıklanmaktadır.

Altıncı bölümde ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisi analiz edilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlara yönelik mevzuat düzenlemeleri, vergilendirme koşullarında yapılan değişiklikler, ticari koşulların ve ticari ortamın iyileştirilmesi gibi politikalar devreye girdikçe bu politikaların etkinliğinin artırılabilmesi için doğrudan yabancı yatırımların belirleyici unsurlarını analiz eden pek çok çalışma yayınlanmıştır. İlgili kısmın başında bu çalışmalar

özetlenmekte, literatürde genel kabul gören belirleyici faktörler açıklanmaktadır. Ülke risk faktörü Standard&Poors, Moody's ve Fitch kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları ve ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerleri ile temsil edilmektedir. Analizler üç başlık altında, ülkeleri gelişmişlik durumuna göre gruplayarak yapılmıştır.

Analize konu olan ilk başlık kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Bu başlık altında, piyasadaki başlıca üç kredi değerlendirme kuruluşu tarafından ülkelere verilen kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisi analiz edilmektedir. İkinci başlık, yatırım yapılabilir seviyenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Burada, yatırım yapılabilir seviye üç kredi derecelendirme kuruluşundan en az ikisinin notunun yatırım eşiğinin üzerinde olması olarak tanımlanmıştır. Bu kısımda yapılan analizde risk durumu yatırım yapılabilir seviyenin üstüne çıktığında ülkelere yönelen doğrudan yabancı yatırımlarda belirgin bir artış olup olmadığı incelenmektedir. Üçüncü başlık altında ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi analiz edilmektedir.

Çalışmanın yedinci kısmında doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinde finansal piyasaların rolü incelenmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların sermaye birikimine ve teknolojik yapıya katkıda bulunma potansiyeli olduğu için büyüme üzerinde de olumlu etkiler yaratması beklenir. Teorik olarak doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratması muhtemelse de ampirik çalışmalar doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkilerine dair birbirinden farklı sonuçlara ulaşmışlardır. İlgili kısımda yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmaların ulaştığı sonuçlar özetlenmekte ve doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinde finansal piyasaların rolü ampirik olarak analiz edilmektedir. Finansal piyasaların gelişmişliğini ölçmek için birbirinden farklı göstergeler kullanılmıştır. Bu göstergeler bankacılık sektörü veya menkul kıymetler borsası ile ilgili olanlar biçiminde iki gruba ayrılabilir. Böylece, bankacılık sektörünün gelişmiş olmasının doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisi açısından önemi ile

menkul kıymetler borsasının gelişmiş olmasının doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisi açısından önemi farklı modellerde test edilmiştir. Analizler yapılırken ülkeler iki farklı gelişmişlik düzeyine göre gruplanmış ve ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre sonuçların değişip değişmediği incelenmiştir.

Çalışmanın sekizinci bölümünde, elde edilen sonuçlar Türkiye ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirilmektedir.

Bu çalışmayı literatürdeki diğer çalışmalardan farklılaştıran yönler aşağıda özetlenmektedir.

- Çalışmanın üçüncü bölümünde dış borç yaratmayan büyüme modeli geliştirilmiştir. Bu model sermaye ihtiyacının karşılanması ve büyüme sürecinin sürdürülebilirliği açısından doğrudan yabancı yatırımların önemli olduğunu göstermektedir.
- Analizlerde kullanılan göstergeler özgün niteliktedir. Doğrudan yabancı yatırımların belirleyicisi olarak ülke riskini analiz eden çalışmalarda gösterge olarak kredi notunun kullanıldığı çalışmalar sınırlı sayıdadır. Ülke risk primi göstergeleri (CDS ve EMBI+) ise daha önceki çalışmalarda kullanılmamıştır.

Doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisi açısından finansal piyasaların gelişmişliğini ölçmek için kullanılan göstergeler bankacılık sektörü veya menkul kıymetler borsası ile ilgili olanlar biçiminde iki gruba ayrılmıştır. Böylece, bankacılık sektörünün ve menkul kıymetler borsasının, doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisi açısından, rollerinin nasıl farklılaştığı ortaya konulmuştur.

- Analizler yapılırken ülkelerin gelişmişlik durumu göz önünde bulundurulmuştur. Hem altıncı hem de yedinci kısımdaki analizlerde ülkeler farklı gelişmişlik düzeyine göre gruplanmış ve ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre sonuçların

nasıl değiştiği açıklanmıştır. Bunun yanı sıra, çalışmada kapsanan ülkeler ve zaman dilimi daha önceki çalışmalardan farklıdır.

2. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARI AÇIKLAYAN TEORİLER

Bu kısımda doğrudan yabancı yatırımları açıklayan yaklaşımlara değinilmekte ve doğrudan yabancı yatırımların temel motivasyonlarını açıklama konusunda literatüre önemli katkılar yapmış olan üretim döngüsü teorisi, içselleştirme teorisi ve OLI paradigması açıklanmaktadır.

Son 60 yıl içinde, doğrudan yabancı yatırımları açıklamaya çalışan pek çok çalışma yapılmış olmasına rağmen bu konuda genel kabul görmüş bir teorinin varlığından bahsedilemez. Dunning (2010, s. 176), OLI paradigmasının doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini açıklama konusunda en kapsamlı çerçeveyi oluşturduğunu ifade etmekle birlikte bir teorinin doğrudan yabancı yatırımların tüm türlerini başarılı bir biçimde açıklamasının mümkün olmadığını belirtmiştir. Çünkü doğrudan yabancı yatırımların çok farklı motivasyonları vardır. Örneğin, kaynak arayan doğrudan yabancı yatırımları açıklayan parametreler ile pazar arayan doğrudan yabancı yatırımları açıklayan parametreler birbirinden farklıdır.

Kindleberger'e göre, tam rekabet piyasasının hakim olduğu bir dünyada doğrudan yabancı yatırımların var olması mümkün değildir. Eğer piyasa etkin bir biçimde çalışırsa, ticaret ve rekabetin önünde hiçbir engel olmazsa, uluslararası ticaret, uluslararası pazara katılmak için tek yoldur. Yani, doğrudan yabancı yatırımların gerçekleşmesini belirleyen piyasa koşullarındaki bozulma formlarıdır. Bu durumu fark eden ilk kişi olan Hymer'e göre yerli firmalar her zaman yerel ekonomik ortam hakkında daha fazla farkındalığa sahip olacaklar ve doğrudan yabancı yatırımların gerçekleşmesi için iki koşul gerekecektir: (Denisia, 2010, s.54)

- Yabancı firmaların doğrudan yatırım yapmasını sağlayan belli avantajlara sahip olması
- Bu avantajların eksik rekabet koşullarının olması

Makroekonomik bakış açısına göre, doğrudan yabancı yatırımlar ödemeler dengesindeki sınır ötesi sermaye hareketlerinin belli bir şeklidir. Mikroekonomik yaklaşım ise doğrudan yabancı yatırımları yatırımcı bakış açısıyla açıklamaya çalışır; yatırımcı, yatırımı alan ülke ve yatırımı veren ülke açılarından çok uluslu faaliyetlerin sonuçlarını inceler. (Lipsey, 2002, s.334)

Doğrudan yabancı yatırımları açıklamaya yönelik ilk girişimin Ricardo'nun karşılaştırmalı üstünlük teorisi olduğu kabul edilebilir. Ancak, iki ülke, iki ürün ve yerel düzeyde faktörlerin tam rekabeti varsayımlarına dayalı olan bu teori ile doğrudan yabancı yatırımları açıklamak mümkün değildir. (Denisia, 2010, s.54-55)

Farklı getiri oranları yaklaşımına göre, doğrudan yabancı yatırımlar, uluslararası sermaye yatırımlarının getirilerindeki farklılıkların bir fonksiyonudur. Kar maksimizasyonu hedefleyen firma, yurtdışında yatırım kararını değerlendirirken yurtdışı yatırımın getirisi ile yerel pazarda yapacağı yatırımın getirisini kıyaslar. Kıyaslamada maliyet minimizasyonu, pazar büyüklüğü ve satış hacmi gibi firma karlılığını etkileyen faktörleri değerlendirir. Firma, kar maksimizasyonunu sağlayan yatırım opsiyonuna yönelir. Farklı getiri oranları yaklaşımı, 1950'li yıllarda ABD ile Avrupa ülkeleri arasında sermaye hareketlerini açıklamada yaygın olarak kullanılmıştır.

Portföy teorisi ise James Tobin (1958) ve Harry Markowitz (1952) tarafından oluşturulmuştur. Portföy yaklaşımında, varlıkları farklı yatırım enstrümanlarına yönlendirerek riski dağıtma amacı bulunmaktadır. Teoriye göre, yatırım getirinin pozitif, riskin ise negatif bir fonksiyonudur. Çokuluslu firmalar, üretim kararlarını şekillendirirken, yer seçimi için alternatifleri gözden geçirirler.

Robert Mundell (1957), iki ülke, iki mal, iki üretim faktörü ve her iki ülkede iki özdeş üretim fonksiyonu içeren bir uluslararası ticaret modeli ile yabancı yatırımları açıklamaya çalışmıştır. Ancak bu modeldeki yabancı yatırımlar portföy yatırımları ve kısa süreli yatırımlardır. Japon araştırmacılar Kojima ve Ozawa (1977), Mundell'in teorisine dayanarak hem uluslararası ticareti hem de doğrudan yabancı yatırımları

açıklayan bir model geliştirmeye çalışmışlardır. Bu modele göre, ticaret, karşılaştırmalı üstünlüğe dayalı iken doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkenin bir ürün üretiminde karşılaştırmalı dezavantaj varsa gerçekleşmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların temel motivasyonlarını açıklama konusunda literatüre önemli katkılar yapmış olan Üretim Döngüsü Teorisi, İçselleştirme Teorisi ve OLI Paradigması aşağıda açıklanmaktadır.

2.1. Üretim Döngüsü Teorisi

Vernon (1966) tarafından geliştirilen teori, ikinci dünya savaşı sonrasında ABD firmaları tarafından Batı Avrupa'ya yapılan imalat sanayi yatırımlarını açıklamaktadır. Teori, ürünün doğumundan ölümüne kadar geçen süreci üç aşamada incelemektedir: yenilik, büyüme ve olgunlaşma, standartlaşma. Söz konusu üç aşamayı kapsayan üretim döngüsü Şekil 1'de gösterilmektedir.



Yenilik aşaması olarak adlandırılan ilk aşamada, firmalar yerel piyasada satmak ve dış piyasaya ihraç etmek amacıyla buluş yaparlar ve yeni ürün üretirler. Ar-Ge çalışmaları ile geliştirilen ürün için üretim ve pazarlama süreci netleşmediğinden operasyonlar ana

Ülkede yürütülür. Teknolojik yenilik ieren ürün ilk aşamada sadece ana ülkede üretilir, ürünün yurt dışındaki talebi ihracat yoluyla karşılanır. Örneğin, ikinci dünya savaşı sonrasında, Avrupa’da, imalat sanayi ürünlerine olan talep artmıştır. Böylece, ABD firmaları uluslararası rekabette teknolojiye sahip olma avantajına sahip olduğundan ihracat yapmaya balamıtır. (Yüksel, 2007, s.10-11)

İkinci aşama olan büyüme ve olgunlaşma sürecinde, yeni ürünün piyasada ikamesinin bulunmaması ve talebin fiyat esnekliğinin düşük olması nedeniyle irket, ana ülkede ürettiği ürününe ihracat pazarlarında rahatlıkla yer bulabilir ve ürünün ihracatı ciddi miktarda artar. Ürünün yurtdışı talep artıı, firmayı yurtdışında yatırım yapmaya iter. (Yüksel, 2007, s.10-11)

Standartlama olarak adlandırılan nc aşamada, ürünün üretim süreci rutin hale gelir. Ürünün ikamelerinin piyasaya sürülmesi nedeniyle irket ihracat pazarlarında maliyet avantajı yaratmak zorundadır. Bu aşamaya kadar, üretim hem ana ülkede hem diğer ülkelerde devam eder. rn, yabancı ülkelerde diğer şirketler tarafından da üretildiğinden ana irket teknoloji ve lisans üstünlüğünü kaybetmiştir. Dış ülkede ucuz işgücü nedeniyle ürün düşük maliyetle üretildiğinden ana ülkenin pazarına ithalat yoluyla girmekte ve ana ülkede bu ürünün üretimine son verilmektedir. Şirket, ana ülkede son aşamaya gelmiş ürünü üretmek yerine kar marėı yüksek, talep esnekliği düşük yeni ürünler geliştirmeye devam etmekte ve üretim tercihini yeni ürünlere kaydırmaktadır. Üretim teknolojisinin standart hale geldiği nc aşamada yabancı yatırımcılar üretim tesislerini, işgücü maliyetlerinin ucuz olduğu gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırımlar ile kaydırmaktadır. (Yüksel, 2007, s.10-11)

2.2. İselletirme Teorisi

Buckley, Casson ve Cason’un ileri sürdüğü iselletirme teorisine (Buckley ve diğerleri, 1998), Dunning ve Rugman katkıda bulunmutır. Bu teorinin temelinde Coase’in “firmalar iselletirme işlemlerini pazar işlemlerine tercih ettikleri zaman doğrudan

yabancı yatırımlar ortaya çıkar” görüşü vardır. Bu teoriye göre, yabancı firmaların ülke sınırları içinde gerçekleştirecekleri yatırımdan sağlayacakları kazanç, bu firmaların dış ticaretten sağlayacakları kazançtan daha fazla olursa, doğrudan yabancı yatırımlar gerçekleşir. (Yapraklı, 2006, s.27)

Ulaştırma maliyetleri, ticari vergiler gibi piyasa maliyetleri, firmanın yeniden biçimlendirilmesi ile yok edilebilir. Örneğin, şirketler, mal ve hizmet üretim süreçlerindeki Ar-ge, pazarlama, yönetim, organizasyon ve finansman gibi destek fonksiyonlarını bünyesinde barındırarak (içselleştirerek) piyasadaki belirsizlik ve olumsuzluklardan korunurlar. Böylece, piyasa maliyetlerini de düşürürler.

Teoriye göre firmalar kârlarını aksak rekabet ortamında maksimize ederler. Bu aşamada;

- Ulaştırma maliyetleri yüksek maliyetli, ticaret engelleri fazlaysa,
- Dış piyasa hakkında bilgi edinememe riski yüksekse,
- Alıcı ve satıcı arasında bilgi asimetrisi varsa,
- Piyasada işlem maliyetlerini arttırıcı durumlar varsa

şirket içselleştirme yoluna gider ve doğrudan yabancı yatırım yapar.

Firmalar içselleştirme sonucunda gecikme, pazarlık ve müşteri belirsizliklerinden kaçınabilme ve piyasalar arasında fiyat farklılaşması uygulayabilme gibi faydalar elde ederler.

Hennart içselleştirme teorisini dikey ve yatay bütünleşme kavramlarını ortaya koyarak geliştirmiştir. Yatay bütünleşme, aynı ürünün farklı ülkelerde üretilmesidir. Dikey bütünleşme ise, üretimin farklı aşamalarının minimum maliyet oluşturacak şekilde değişik ülkelerdeki üretim birimlerinde iş bölümü esasına dayalı bir anlayışla yapılmasıdır. Ar-Ge çalışmalarının ABD’de yapılması, üretimin Malezya’da sürdürülmesi dikey bütünleşmeye örnektir.

Çokuluslu şirketlerin doğrudan yatırım yapma nedenlerini inceleyen çalışmalara Caves de katkıda bulunmuştur. Caves'e göre, çokuluslu şirketler pazar yapısından faydalanarak ürün farklılaştırması yapmak için veya malın alt üretim süreçlerini gerçekleştirmek için doğrudan yabancı yatırım yapmaktadır. Yatay ve dikey genişleme olarak adlandırılan bu durum sonucu firmalar ölçek ekonomilerine yakınlaşmakta ve bazı sektörlerde yoğunlaşmalar görülmektedir. Elektronik devreler veya tekstil sektörlerinde görülen yoğunlaşmalar bu sınıflandırmaya örnek olabilir. (Yüksel, 2007, s.10)

İçselleştirme teorisi Dunning tarafından geliştirilen eklektik uluslararası üretim teorisine de kaynak olmuştur. Ancak, Dunning, içselleştirme teorisinin doğrudan yabancı yatırımların sadece bir kısmını açıklayabildiği yönünde bir eleştiride bulunmuştur.(Denisia, 2010, s.56)

2.3. OLI Paradigması

OLI Paradigması, doğrudan yabancı yatırımları açıklayan en kapsamlı teoridir. Dunning tarafından 1976 yılında Stockholm'de gerçekleştirilen Nobel sempozyumunda ortaya koyulan OLI Paradigmasının temelleri 1950'lere kadar uzanmaktadır (Dunning, 2010, s.173). Dunning bu teoriyi geliştirirken kendinden önceki pek çok çalışmayı bir araya getirerek, kapsamlı bir teori yaratmıştır.

Dunning, doktora tezinde, “Eğer üretim üstünlüğü yönetim kabiliyetlerinden kaynaklanıyorsa ABD menşeli firmalar Birleşik Krallıktaki faaliyetlerinde en az kendi ülkelerindeki üretim tesisleri kadar verimli olmalı ve yerel firmalarla kıyaslandığında rekabet üstünlüğüne sahip olmalıdırlar” hipotezini ileri sürmüştür. Firmaların, transfer edilebilir üstünlükleri ile rekabet üstünlüğü sağlaması mülkiyet avantajına (ownership-specific effect) bağlanmıştır. (Dunning, 2010, s.174)

Dunning araştırmalarında, ABD menşeli firmaların yabancı ülkedeki tesislerinin, verimliliklerinin ana ülkedeki tesislerin verimliliğinden düşük seviyede olmakla birlikte, yerel rakiplerine kıyasla daha rekabetçi olduklarını tespit etmiştir. Dunning, 1950'lilerde yaşanan Anglo-Amerikan verimlilik açığının mülkiyet avantajı (O) ile konuma özgü avantaja (L) bağlamıştır. ABD menşeli firmaların Birleşik Krallıktaki performanslarının yerel firmalardan düşük olmasının nedenini ekonomideki transfer edilemeyen faktörlerle açıklamakta ve bunu konuma özgü avantaj (location-specific effect) olarak adlandırmaktadır. (Dunning, 2010, s.174)

Dunning, Haziran 1976'da Stockholm'de gerçekleştirilen sempozyumda sunduğu çalışmada, bir ülkenin iktisadi alanının iki yönlü değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmiştir. Bunlardan birincisi, mülkiyete bakılmaksızın ülke sınırları içerisinde üretilen çıktı; ikincisi ise ülke menşeli firmaların ülke sınırları dışında ürettiği çıktıdır. Dunning, çalışmasında yabancı firmanın sahip olduğu lisans ve patent gibi hakları yerel firmaya sözleşme karşılığı kullandırmak yerine piyasaya girerek doğrudan yatırım yapmasını incelemiştir. Buradan yola çıkarak firmaların ülke dışındaki aktivitelerinin analizine içselleştirme avantajını da (internalisation-specific effect) eklemiş ve paradigmasını üç ayak üzerine oturtmuştur. Dunning'e göre bir firmanın yurtdışında üretim yapması şu üç koşula bağlıdır;

- Üretim yapacağı ülkedeki yerli firmalarla rekabet edebilmesi için maddi veya maddi olmayan mal ve becerilere sahip olmalıdır.
- Gideceği ülkede elde edeceği bir avantaj sayesinde, doğrudan yabancı yatırım yapmak, kendi ülkesinde üretilip ihraç etmekten daha karlı hale gelmelidir.
- Firmanın doğrudan yabancı yatırım yapması, bu becerilerini satması, kiralaması veya lisanslamasından daha karlı olmalıdır.

Bunlar, Dunning'in kısaca OLI ismini verdiği mülkiyet (Ownership-O), konum (Location-L) ve içselleştirme (Internalization-I) avantajlarıdır. (Dunning, 2010, s.176)

i. Mülkiyet Avantajı:

Doğrudan yabancı yatırım yapan çokuluslu şirketlerin sahip olduğu firmaya özgü markalar, patentler, üretim ve yönetim modelleri, teknolojik üstünlükler, ölçek ekonomilerinden kaynaklanan avantajlar gibi firmanın sahip olduğu varlıkların getirdiği rekabet üstünlüğüdür.

ii. Mekansal Avantaj:

Doğrudan yabancı yatırım yapmak isteyen firmanın coğrafi yer seçiminde dikkat ettiği faktör maliyetleri, faktör verimliliği, pazar büyüklüğü, ev sahibi ülke ile arasındaki uzaklık, hammadde kaynaklarına yakınlık gibi maddeler bu başlık altında değerlendirilmektedir.

iii. İçselleştirme Avantajı:

Firmanın mülkiyet avantajına dayanan varlıklarını lisans verme veya franchise anlaşması yapma gibi yerel ülke firmalarına kullandırmak yerine doğrudan yatırım yaparak piyasada faaliyet göstermesidir. Lisans verme veya franchise anlaşması ile yerel şirket üzerinden piyasaya giriş ve ürün tutundurma çalışmaları daha kolay olmasına rağmen ürünün taklit edilebilme riski, teknoloji yoğun ürünlerde üretim kalitesinin en üst düzeyde tutulmak istenmesi gibi faktörler nedeniyle firma doğrudan yatırımı tercih edebilmektedir.

2.3.1. OLI Paradigması Açısından Doğrudan Yabancı Yatırım Çeşitleri

Geleneksel neoklasik yaklaşıma göre, modern yatırımcının temel motivasyonu karını maksimize etmektir. Post neoklasik yaklaşım ise, tam rekabetçi olmayan piyasa koşullarında üretim yapmanın firmayı kar maksimizasyonu ile sınırlamadığını; satışları maksimize etmek, pazar payını artırmak, rakipleri devre dışı bırakmak, bazı riskli

yatırımları gerçekleştirmek ve paydaşların refahını yükseltmek gibi başka amaçlara da yönelttiğini ileri sürmektedir. Bunun yanında, Simon, Cyert ve March gibi davranışçı iktisatçılar kar maksimizasyonu için uygun koşulları yaratmanın zorluğu ve rekabetten kaçınma nedeniyle firmaların ‘maksimum’ kar elde etmek yerine ‘tatmin edici düzeyde’ karı amaçladıklarını ileri sürmüşlerdir. (Dunning&Lundan, 2008, s.65)

Firmayı doğrudan yabancı yatırım yapmaya yönelten, tatmin edici düzeyde kar hedefi, satış maksimizasyonu, pazar payını arttırmak gibi yukarıda bahsi geçen tüm amaçların temeli firmanın varlığını sürdürmek ve uzun dönemli karını artırmaktır. (Dunning ve Lundan, 2008, s.66)

Dunning ve Lundan (2008, s.67-68), firmaları çok uluslu yatırıma yönelten dört temel nedenden bahsetmektedir. Bunlar;

- 1) Doğal kaynak arayan yatırımlar
- 2) Pazar arayan yatırımlar
- 3) Etkinlik arayan yatırımlar
- 4) Stratejik varlık arayan yatırımlar

2.3.1.1. Kaynak Arayan Yatırımlar

Firmalar, bazı özel kaynakların daha kalitelisini, daha uygun fiyata temin etmek amacıyla doğrudan yabancı yatırıma yönelirler. Bu yönelimin nedeni daha fazla kar ve rekabet gücü elde etmektir. (Dunning ve Lundan, 2008, s.68-69)

Kaynak arayan yatırımlar üç kategoride değerlendirilebilir. Birincisi, fiziksel kaynak arayanlardır. Maliyeti düşürmek ve tedarik kaynağını güvenceye almak amacıyla doğrudan yatırıma yönelen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki birincil üreticiler ve imalat sanayi işletmeleri bu grupta yer almaktadır. Aradıkları kaynaklar ise genellikle mineral yakıtlar, endüstriyel mineraller, metaller ve tarım ürünleridir. (Dunning ve Lundan, 2008, s.68-69)

İkinci kategori ise ucuz işgücü arayan yatırımlardır. Bu gruptaki yatırımlar daha çok işgücü maliyetinin yüksek olduğu ülkelerden işgücünün ucuz olduğu ülkelere doğru, imalat sanayi ve hizmetler sektörlerindeki emek yoğun ürünlerin üretimi amacıyla yapılmaktadır. Bu gruptaki doğrudan yatırımların çoğu Meksika, Tayvan ve Malezya gibi gelişmekte olan ülkeler içerisinde sanayileşme anlamında önde gelen ülkelere gerçekleşmektedir. Avrupa'nın orta, güney ve doğu kısmındaki ülkelerinde de bir miktar işgücü arayan doğrudan yatırım gerçekleşmiştir. Ancak, işgücü maliyeti arttıkça yatırımlar Çin, Vietnam, Türkiye gibi ülkelere kaymıştır. Bazı ülkeler bu yatırımları çekmek için serbest ticaret ve ihracat bölgeleri oluşturmuşlardır. Telekomünikasyon teknolojisindeki ilerlemelerle birlikte Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelere yaygın bir biçimde çağrı merkezlerinin açılması, emek yoğun hizmetlerin işgücünün ucuz olduğu ülkelere yönelişini gösteren bir örnektir. (Dunning ve Lundan, 2008, s.68-69)

Kaynak arayan yatırımların üçüncü kategorisinde ise firmaların teknolojik kapasite, yönetim veya pazarlama tecrübesi ve organizasyonel yetenek edinme ihtiyacıyla gerçekleştirdiği yatırımlar yer almaktadır. Kore, Tayvan ve Hindistan'daki şirketlerin Avrupa ve ABD'deki ileri teknoloji sektörlerindeki firmalarla birleşmesi, ABD kökenli danışmanlık firmalarının İngiltere'deki şubeleri, kimya sektöründeki İngiltere kökenli firmaların Japonya'daki Ar-Ge faaliyetleri, ABD'deki Fransız ilaç firmaları bu tür yatırımların örnekleridir. (Dunning ve Lundan, 2008, s.68-69)

2.3.1.2. Pazar Arayan Yatırımlar

Bazı firmalar, belirli bir ülkeye, o ülkenin pazarında veya o ülkenin yakınındaki pazarlarda satış yapmak amacıyla yatırım yaparlar. Bu yatırımlar mevcut pazarları korumak, yeni pazarlara girmek veya tarifeler gibi ticari maliyeti artıran engellerden kaçınmak amacıyla yapılır. (Dunning ve Lundan, 2008, s.70-71)

Firmaları pazar arayışıyla yatırım yapmaya yönelten dört nedenden bahsedilebilir. Birincisi, firmanın tedarikçilerinin veya müşterilerinin yabancı üretim faaliyetlerine başlaması ve firmanın da işlerini sürdürmek amacıyla onları takip etmesidir. Otomotiv parçası üreten Japon firmalarının ABD’de üretim yaparak otomotiv fabrikalarının parçalarını tedarik etmeleri bu gruptaki yatırımlara örnektir. Hizmet sektöründe ise, denetim, hukuk ve reklam firmaları uluslararası rekabet gücünü korumak ve müşterilerine dünyanın belli başlı pazarlarında hizmet vermek amacıyla 1990’dan sonra yabancı yatırımları hızlandırmışlardır. (Dunning ve Lundan, 2008, s.70-71)

Pazara yönelik doğrudan yatırımın ikinci nedeni ise, ürünleri, yerel zevklere ve ihtiyaçlara, kültürel alışkanlıklara, yöreye özgü kaynaklara ve kapasiteye uygun hale getirme ihtiyacıdır. Özellikle tüketim ürünleri dile, iş alışkanlıklarına, yasal gerekliliklere ve pazarlama yöntemlerine uygun biçimde sunulmazsa yerel üreticiler karşısında dezavantajlı duruma düşülür. Bu nedenle, beyaz eşya, ilaçlar, kozmetik ürünler, yiyecek ve içecekler, finansal hizmetler gibi ürünleri pazara uygun şekilde üretmek amacıyla firmalar doğrudan yabancı yatırıma yönelmektedir. (Dunning ve Lundan, 2008, s.70-71)

Pazara yakın bir yerde üretim yapmanın üçüncü nedeni ise; taşıma, ticari vergiler gibi işlem maliyetlerini ve üretim maliyetlerini azaltmaktır. Örneğin, nakliye maliyeti yüksek olan ürünler pazarlara yakın olan merkezlerde üretilerek nakliye maliyetleri azaltılır. Bazı durumlarda, yasal düzenlemeler, ithalat kontrolleri veya firmanın ticaret stratejisi üretim yerinin değiştirilmesine yol açar. Örneğin, 1980’li yıllarda Kanadalı telekomünikasyon firması Northern Telecom, Japon firmalarla anlaşmalar yapabilmek amacıyla üretiminin büyük kısmını ABD’ye kaydırmıştır. Çünkü, o dönemde ABD Japonya’nın telekomünikasyon aletleri tedarikçisi konumundaydı. (Dunning ve Lundan, 2008, s.70-71)

Pazar arayan yatırımların dördüncü ve önemi gittikçe artan nedeni ise çok uluslu şirketlerin küresel üretim ve pazarlama stratejisinin bir parçası olarak dünyanın belli başlı pazarlarında fiziksel olarak var olmaya ihtiyaç duymasıdır. Örneğin, rakiplerinin

ürün ve hizmet sunduğu pazarlarda şube açarak rekabet güçlerini artırmayı amaçlarlar. Akaryakıt, plastik, otomotiv, ilaç, yarı iletkenler gibi ürünleri üreten firmalar, stratejik nedenlerle, bazı pazarlarda üretim faaliyetlerinin yanı sıra Ar-Ge faaliyetlerini de yürütmektedirler. (Dunning ve Lundan, 2008, s.70-71)

2.3.1.3. Etkinlik Arayan Yatırımlar

Çok uluslu firmalar, üretim süreçlerinin etkinliğini ve dolayısıyla piyasadaki rekabet güçlerini artıracak biçimde yatırım planlaması yaparlar. Örneğin, üretim faaliyetlerinin farklı coğrafyalara dağılmış olması ve bu faaliyetlerin ortak biçimde yönetilmesi sayesinde bu faaliyetlerin risklerini dağıtma avantajına sahiptirler. Bunun yanında, belirli merkezlerde belirli ürünlerin üretiminde uzmanlaşarak rekabet üstünlüğü elde edebilirler. Çok uluslu firmalar, kur farklarını ve üretim faktörlerinin maliyetini göz önünde bulundurarak toplam üretim maliyetini düşürecek şekilde üretimi planlayabilirler. (Dunning ve Lundan, 2008, s.72)

Bu firmalar farklı kültürlerde faaliyet gösterme tecrübesi kazanırlar ve farklı coğrafyaların çeşitli zenginliklerinden ve farklılıklarından da faydalanırlar. Ülkelerdeki üretim faktörlerinin maliyet farklarını ve bazı faktörlerin bazı yerlerde elde edilebilme durumunu avantaj olarak kullanırlar. Örneğin, bazı şirketlerin teknoloji ve bilgi yoğun faaliyetleri daha çok gelişmiş ülkelerde, emek yoğun ve kaynağa dayalı faaliyetleri ise daha çok gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirmeleri etkinliği artırmaya yönelik yatırımlara örnektir. (Dunning ve Lundan, 2008, s.72)

Üretim maliyetlerini en aza indirme amacı güden çokuluslu firmalar, parça üretiminde uzmanlaşmaya yönelik üretim tesisleri de kurabilmektedir. Firma, bilgisayar monitörünü Çin’de, işlemciyi Tayvan’da ve anakartı Filipinler’de üretebilmektedir. Bu tür yatırımlar, ucuz ve nitelikli işgücü gerektirdiğinden gelişmekte olan ülkelere kendine yer bulabilmektedir. (Yüksel, 2007, s.17)

2.3.1.4. Stratejik Varlık Arayan Yatırımlar

Dunning'in tanımına göre, stratejik varlık arayan doğrudan yatırımlar, firmanın yerel ve uluslararası rakipleri karşısında küresel rekabetçi pozisyonunu korumak, sürdürmek veya geliştirmek için yaptığı yatırımlardır. (Dunning ve Lundan, 2008, s. 73) Stratejik varlık arayan doğrudan yatırımlara örnek olarak elektronik ve beyaz eşya sektöründe üretim yapan Türkiye merkezli Vestel'in ABD'de Silikon Vadisi'nde yaptığı yatırımlar gösterilebilir. Vestel, ABD bilişim sektöründeki gelişmeleri yakından takip edebilmek, piyasadaki küresel rakipleri ile ürün geliştirme konusunda rekabetçiliğini sürdürebilmek amacıyla Silikon Vadisi'nde araştırma laboratuvarı kurmuştur. Bu konudaki diğer bir örnek ise Hindistan'da yapılan yazılım geliştirme yatırımlarıdır. (Yüksel, 2007, s.17)

3. TÜRKİYE’NİN BÜYÜME SÜRECİNDE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN ÖNEMİ

1 Temmuz 2013 tarihinde onaylanan Onuncu Kalkınma Planı Türkiye’nin yüksek gelir grubu ülkeler arasına girmiş ve mutlak yoksulluk sorununu çözmüş bir ülke haline gelmesini amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda, kişi başına gelirin 2018 yılında on altı bin dolara, 2023 yılında ise yirmi beş bin dolara ulaşması hedeflenmiştir. (Kalkınma Bakanlığı, 2013, s.27)

Türkiye’nin kişi başı gelir düzeyi 2011 yılında on bin dolara ulaşmıştır. Ülkenin gelir düzeyinin dört haneli rakamdan beş haneli rakama yakın bir geçmişte sıçradığı göz önünde bulundurulduğunda *‘2023’te yirmi beş bin dolar hedefine ulaşmak mümkün mü?’* sorusu akla gelmektedir. Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV) bu soruyla ilgili iki çalışma yayınlamıştır. Bu çalışmaların birinde kişi başı gelir düzeyi için satın alma gücü paritesine göre düzenlenmiş değerler diğerinde ise satın alma gücü paritesine göre düzenlenmemiş değerler dikkate alınmıştır.¹ Pariteye göre düzenlenmemiş değerleri dikkate alan ilk çalışma (Çağlar, 2012) 2023 yılında kişi başı yirmi beş bin dolar hedefinin hayal olduğu, diğer çalışma (Aydınlat, 2012) ise yüksek büyüme oranları yakalandığı takdirde bu hedefe ulaşmanın imkânsız olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Çağlar (2012), nüfusu on milyondan fazla olup da, kişi başı geliri yirmi beş bin doların üstünde olan 14 ülkenin kişi başı on bin dolar gelir düzeyinden yirmi beş bin dolar düzeyine kaç yılda ulaştıklarını incelemiştir. Tablo 1’e göre 14 ülkenin kişi başı on bin dolardan yirmi beş bin dolara sıçrama yapmaları ortalama olarak 33 sene almıştır. Bunların içindeki üç Asya ülkesi (Japonya, Tayvan ve Kore) aynı sıçramayı ortalama 20 senede yapmıştır. Dört Akdeniz ülkesinin (Fransa, İspanya, İtalya ve Yunanistan) Avrupa Birliği’nin tüm desteğine rağmen, on bin dolardan yirmi beş bin dolara ulaşması ortalama 32 sene sürmüştür (Çağlar, 2012). Bu ülkelerin süreçleri incelendiğinde,

¹Kalkınma Planı ve Orta Vadeli Programda ortaya koyulan kişi başı 25 bin dolar gelir düzeyi hedefi satın alma gücü paritesine göre düzenlenmemiş değerdir.

Türkiye'nin 10 yılda kişi başı yirmi beş bin dolar hedefine ulaşması imkansız olmasa da epeyce zor görünmektedir.

Tablo 1:Nüfusu 10 Milyondan Fazla Olan Ülkeler Arasında, Kişi Başı Geliri 25 Bin Dolardan Yüksek Olanlar İçin Kişi Başı Gelir, 10 Bin ve 25 Bin Dolara Ulaştıkları Yıl

	Kişi Başı Gelir, 2010	Hangi Sene 10 Bin Dolara Ulaştı?	Hangi Sene 25 Bin Dolara Ulaştı?	10-25 Bin Dolar Sıçraması Kaç Senede Oldu?
ABD	42.006	1929	1973	44
Hollanda	36.544	1960	1991	31
Kanada	35.222	1942	1985	43
Avustralya	34.835	1950	1995	45
Belçika	32.641	1960	1991	31
Almanya	32.349	1957	1988	31
Tayvan	31.346	1986	2004	18
İngiltere	31.217	1941	1996	55
Japonya	30.886	1968	1990	22
Fransa	30.062	1960	1992	32
İspanya	26.662	1972	2003	31
İtalya	26.370	1967	1998	31
Yunanistan	26.313	1970	2005	35
Kore	25.256	1991	2010	19

Kaynak: www.gapminder.org, Aktaran: Çağlar (2012)

Aydınlat (2012), kişi başı gelir düzeyi hedefi için satın alma gücü paritesine göre düzenlenmiş değerleri göz önünde bulundurmıştır. Bu çalışmada yapılan analizlere göre yıllık ortalama %4 veya daha hızlı bir büyüme performansı yakalandığı takdirde, 2023 yılında kişi başı yirmi beşbin dolar hedefine ulaşmak mümkün olabilmektedir. Ancak, 2023 yılında kişi başı yirmi beşbin dolar gelir düzeyine ulaşmak için Türkiye'yi orta gelir tuzağından çıkaracak reformların yapılması gerekmektedir. Fiyat istikrarının ve finansal istikrarın sağlanması, mali disiplin, kamu harcamalarında etkililik, vergi tabanının genişletilmesi, vergide adaletin sağlanması, kayıt dışı ekonominin küçültülmesi, üretimin ve teknolojik gelişmenin özendirilmesi, Ar-Ge destekleri, ihracatın desteklenmesi, işgücüne katılımın yükseltilmesi, kadın istihdamının artırılması, işgücü piyasası esnekliğinin sağlanması, yatırım ortamının iyileştirilmesi,

finansmana erişimin kolaylaştırılması, tasarrufların arttırılması, cari açığın azaltılması önerilen reform listesindeki başlıklar arasında yer almaktadır.

Gelir düzeyindeki artış ile kalkınma arasında güçlü bir ilişki olsa da bu iki kavram her zaman örtüşmeyebilir. Bu nedenle ortalama kişi başı gelir düzeyindeki artışın ülkenin kalkınma sürecinin bir parçası olması gerekmektedir. Aydınonat (2012) kişi başına yirmi beş bin dolar gelir hedefinin, eğer asıl hedefin kalkınmayı sağlamak olduğu unutulmazsa, anlamlı bir hedef olduğunu ifade etmektedir. Yukarıda bahsedilen reform başlıklarının kalkınmayı sağlamak için yeterli olmadığını belirterek kalkınma için bahsi geçen reformların iyi bir şekilde yönetilmesi, sektörel politikalarla hem büyümenin teşvik edilmesi hem de sektörler arası geçişlerin kolaylaştırılması, siyasal reformların gerçekleştirilmesi, hukuk sisteminin iyileştirilmesi, özgürlükçü yeni bir anayasanın hazırlanması, eğitimin kalitesinin arttırılması, iş kazalarının engellenmesi, engelli istihdamının iyileştirilmesi gibi bazı önlemlerin de alınması gerektiğini vurgulamıştır.

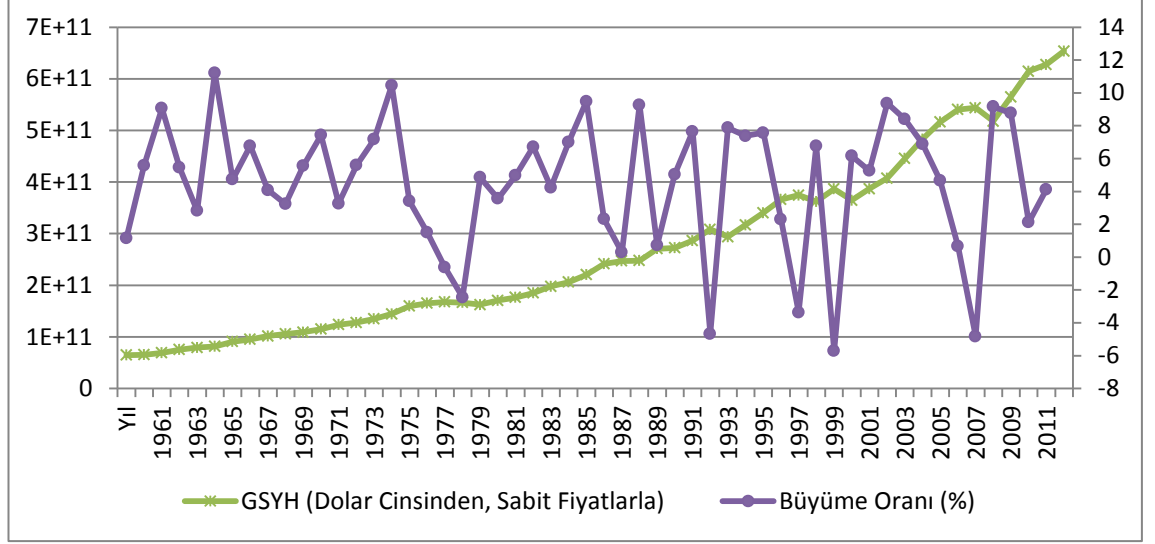
2015-2017 dönemini kapsayan Orta Vadeli Programda (OVP), Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu yapısal reformların ve dönüşümün hayata geçirileceğinden bahsedilmektedir. OVP'de öngörülen yıllık ortalama %5 büyüme hedefinin yanı sıra makroekonomik ve finansal istikrarın güçlendirilmesi hedeflenmiştir. (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s.1)

OVP'de öngörülen yıllık ortalama %5 büyüme hedefi 2023 yılında yüksek gelir düzeyindeki ülkeler arasına sıçramak için yeterli olmayabilir. Büyüme hedefinin kişi başı yirmi beş bin dolar gelir hedefine ulaşmak için yeterli olup olmadığı araştırılırken Türkiye'nin son 50 yıllık büyüme trendi incelenebilir. Şekil 2'de, Türkiye'nin 1960-2013 döneminde GSYH düzeyi ve büyüme hızı gösterilmektedir. Şeklin sol ekseninde GSYH düzeyi, sağ ekseninde ise büyüme oranları yer almaktadır.

Şekilde görüldüğü üzere, Türkiye'nin GSYH düzeyinde yukarıya doğru belirgin bir eğim mevcuttur. Ancak, bazı yıllarda GSYH düzeyi düşmüş, yani ekonomi küçülmüştür. Büyüme ve küçülme dönemlerini Şekil 2'deki büyüme oranlarına bakarak daha rahat görmek mümkündür. Şekilde kapsanan dönem içinde 7 yılda büyüme oranı

negatif değer almıştır. Bu yıllar Türkiye’de ve dünyada önemli ekonomik krizlerin yaşandığı yıllara denk gelmektedir.

Şekil 2: Türkiye’nin Yıllık GSYH Düzeyi ve Büyüme Oranları



Kaynak: Dünya Bankası, Kalkınma Göstergeleri

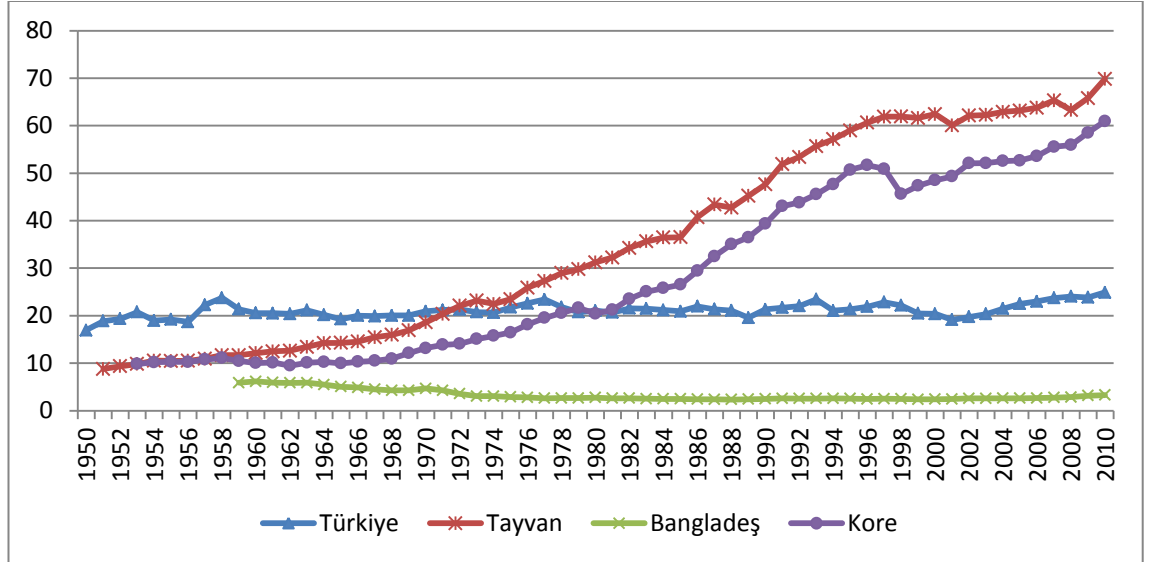
Şekil 2’de kullanılan verilere dayalı olarak yapılan hesaplamaya göre, 1960-2013 döneminde yıllık ortalama büyüme hızı %4,46² olmuştur. Bu sonuca göre, Türkiye’nin potansiyel büyüme hızının %4,5 civarlarında olduğu söylenebilir. Hiç de düşük olmayan bu büyüme hızının Türkiye’nin gelişmiş ülkelerle arasındaki gelir farkını azaltmadığı Şekil 3’te görülmektedir.

Şekil 3’te kırmızı çizgi Türkiye’nin kişi başı gelir düzeyinin ABD’nin kişi başı gelir düzeyine oranını göstermektedir. Oran ne kadar düşükse ABD ile Türkiye arasındaki gelir farkı o kadar yüksek demektir. Bu oran 100 olsaydı iki ülkenin kişi başına gelir düzeyleri eşit olurdu. Türkiye için bu oran 1950’den günümüze kadar 20 civarlarında seyretmiştir. Türkiye yıllık ortalama %4,46 büyümüş ama bu büyüme performansına rağmen ABD’ye kıyasla kişi başı gelir düzeyi pek fazla değişmemiştir.

²Ortalama büyüme hızı hesaplanırken kullanılan formül şöyledir: $GSYH_{2013} = GSYH_{1960} * (1 + i)^{53}$

Şekil 3'te ABD'ye kıyasla kişi başı gelir düzeyi artan iki ülke ve azalan bir ülke yer almaktadır. Yeşil çizgi ile gösterilen Bangladeş ABD'ye kıyasla daha da fakirleşmiştir. Diğer iki ülke epeyce zenginleşmiştir. Örneğin Tayvan'da 1950'lerde 10 civarında olan bu oran günümüzde 70'e ulaşmıştır. Yani, ABD'ye kıyasla kişi başı gelir düzeyi 1950'den bu yana 7 katına çıkmıştır. Benzer biçimde, Kore'de ABD'ye kıyasla kişi başı gelir düzeyi şu anda 1950 yılındakinin 6 katıdır.

Şekil 3: ABD'ninkine Oranla Kişi Başı Gelir Düzeyi (Satın Alma Gücü Paritesine Göre Düzenlenmiş, ABD=100)

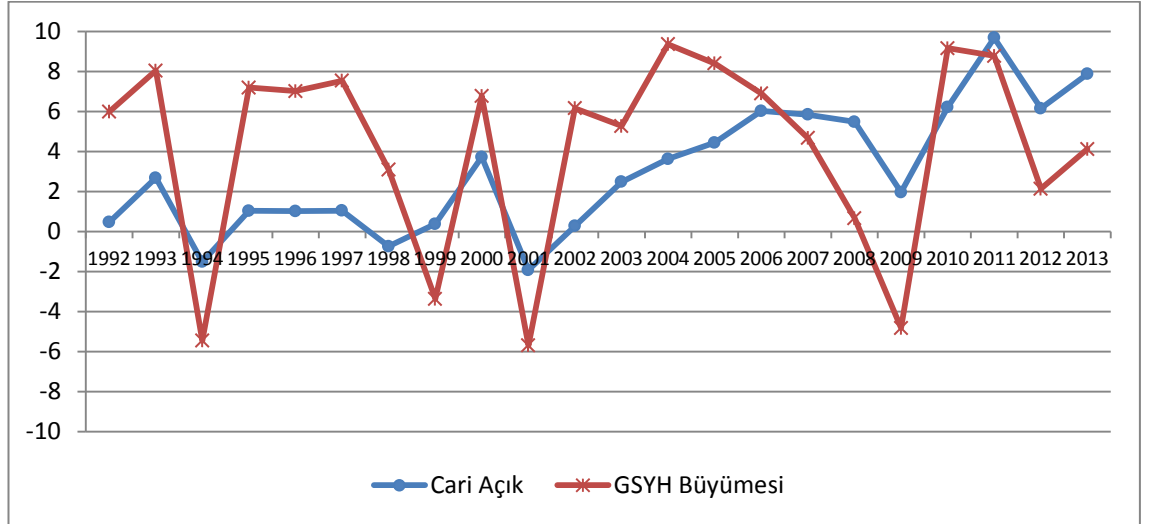


Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Lois

Tayvan'da 2004, Kore'de ise 2010 yılında kişi başı gelir düzeyi yirmi beş bin dolar seviyesine ulaşmıştır. 1950 yılında kişi başı gelir düzeyi Türkiye'nin yarısı kadar olan bu ülkeler şimdi yüksek gelir grubunda yer almaktayken, Türkiye hala orta gelir grubundadır. Buradan, % 4,5 civarındaki ortalama büyüme hızının Türkiye'yi üst gelir grubuna sıçratmak için yeterli olmadığı sonucu çıkarılabilir. Türkiye'nin yüksek gelir grubuna çıkabilmesi için daha yüksek büyüme oranlarına ulaşması ve bu büyüme seviyesini istikrarlı biçimde sürdürmesi gerekmektedir. Ancak, Türkiye ekonomisi için, mevcut durumda, yüksek büyüme oranları cari açığı da yükseltmektedir. Çünkü büyüme ile cari açık arasında yapısal bir ilişki vardır.

Şekil 4’de 1992-2013 döneminde cari açığın GSYH’ye oranı ile GSYH artış hızı arasındaki ilişki gösterilmektedir. Şeklin rahat okunabilmesi için cari açık artı değerler ile temsil edilmiştir. Şekilde büyüme ile cari açık arasında güçlü bir ilişki olduğu göze çarpmaktadır. Önemli krizlerin yaşandığı 1994 ve 2001 yıllarında ekonomi küçülmüş ve cari fazla gerçekleşmiştir. Büyüme hızının arttığı dönemlerde ise cari açık yükselmiştir. Cari işlemler açığı, özellikle son yıllarda, hem mutlak değer hem de GSYH’nın oranı olarak ciddi biçimde artmıştır.

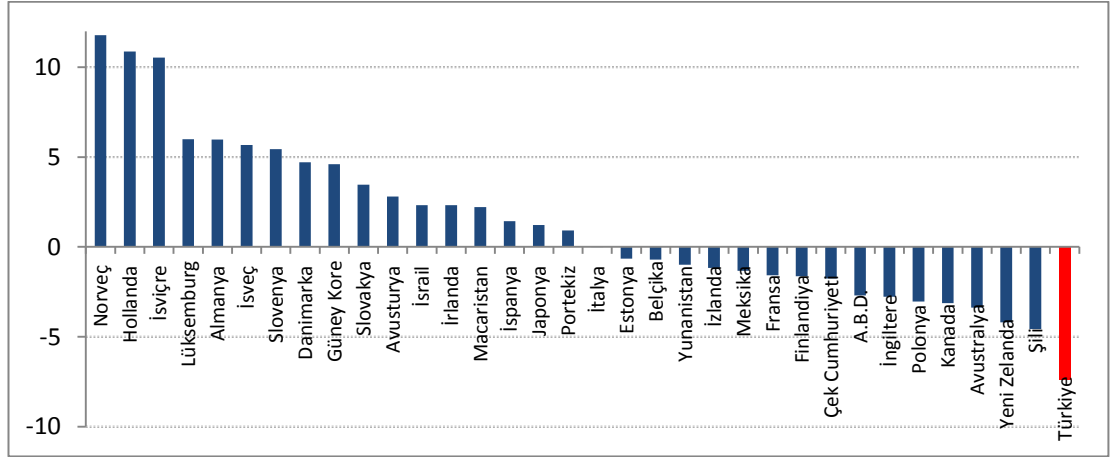
Şekil 4:Cari Açık ve Büyüme İlişkisi



Kaynak: Turkey Data Monitor

2013 yılında GSYH’nın %7,4’ü oranında cari açık veren Türkiye, Şekil 5’de görüldüğü üzere OECD ülkeleri içinde en yüksek cari açık oranına sahiptir. Türkiye’den sonra en yüksek cari açık veren ülke olan Şili’de bu oran % 4,6’dır.

Şekil 5:OECD Ülkelerinde 2013 Yılında Cari Denge (GSYH'ya Oran, %)

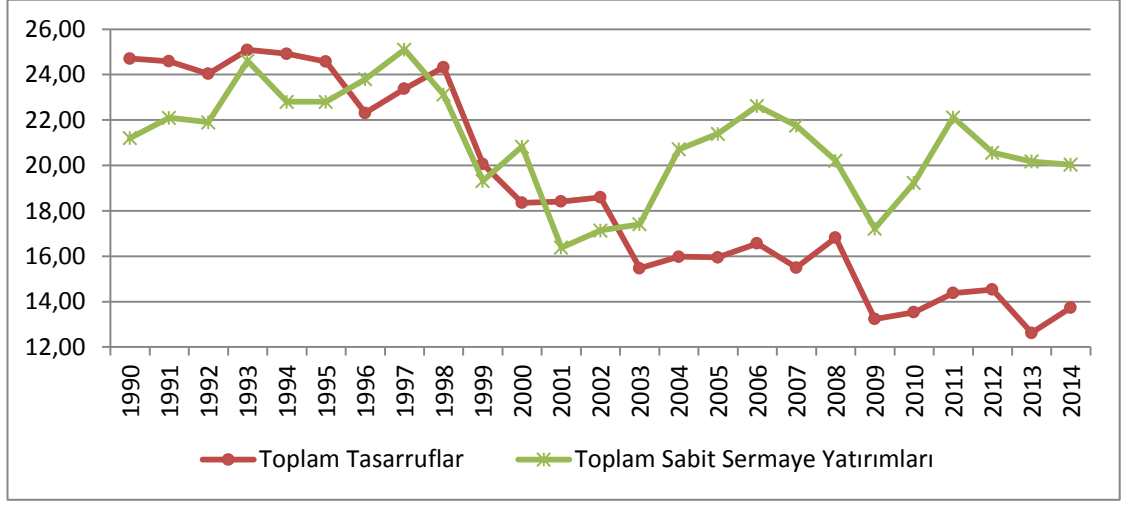


Kaynak: IMF World Economic Outlook, yazarın hesaplamaları

Yüksek büyüme oranlarının yakalanabilmesi için yaratılan cari açığın istikrarlı biçimde finanse edilmesi gerekmektedir. Cari açık yurtdışından borçlanmak suretiyle veya ülkenin daha önceden biriktirmiş olduğu rezervler kullanılarak finanse edilebilir. Diğer bir ifadeyle, cari açığın finansmanı ya sermaye hesabı fazlasıyla ya da sermaye hesabındaki fazla açığı karşılamakta yetersiz kalıyorsa resmi rezervlerin kullanılması suretiyle gerçekleşir.

Yüksek cari açık aynı zamanda Türkiye'deki tasarruf-yatırım dengesizliğinin somut göstergesi niteliğindedir. Bir ülkenin cari işlemler hesabının açık veriyor olması, o ülkenin yatırımlarının tasarruflarından daha yüksek olması anlamına gelir. Yapılan yatırımlar için ülkenin kendi tasarrufları yetmiyorsa, yabancıların tasarruflarına başvurularak yatırımlar gerçekleştirilir. Bu nedenle, Türkiye'de yurtiçi tasarruflarla yatırımlar arasındaki makas açıldıkça cari açık da artmaktadır. Şekil 6'da görüldüğü üzere, Türkiye'nin tasarruf oranları ile yatırım oranları arasındaki fark 2003 yılından itibaren açılmaya başlamıştır.

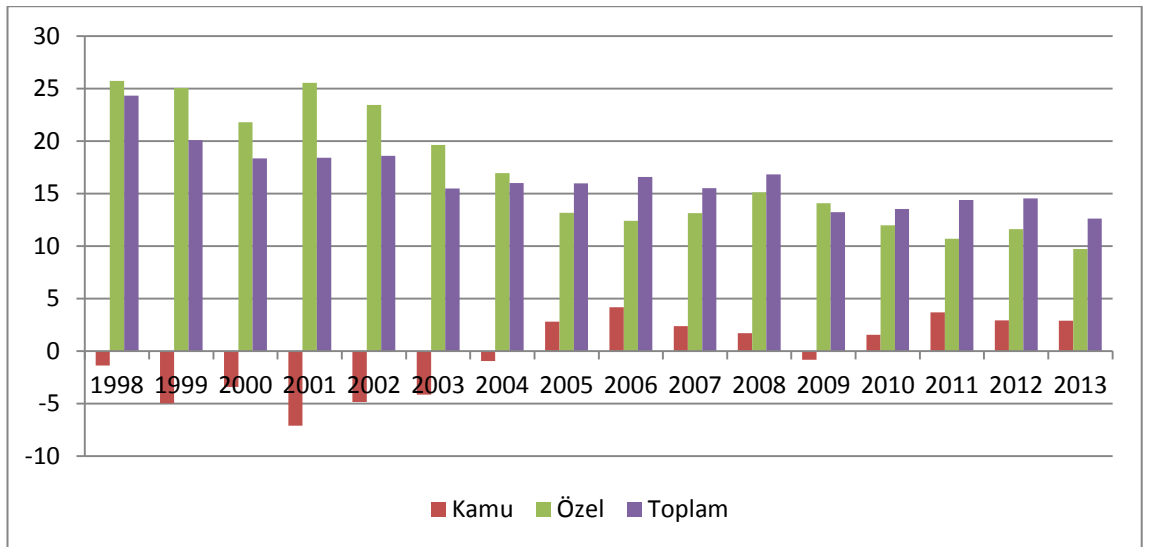
Şekil 6: Türkiye’de Tasarruf ve Yatırım Oranları (% , GSYH oranı)



Kaynak: Turkey Data Monitor

Türkiye’de tasarruf oranı ile yatırım oranı arasındaki farkın açılmasında toplam tasarruf miktarının son yıllarda büyük düşüşler göstermesinin etkisi büyüktür. Özellikle özel tasarruflardaki düşüş dikkat çekmektedir. Özel tasarrufların GSYH’ya oranı 2004 yılına kadar yüzde 20’nin üstünde iken, 2004 yılından sonra yüzde 20’nin altında kalmış ve 2011 yılında yüzde 11,80 seviyesine kadar gerilemiştir. (Şekil 7)

Şekil 7: Türkiye’de Kamu ve Özel Sektör Tasarrufları (% , GSYH oranı)



Kaynak: Turkey Data Monitor

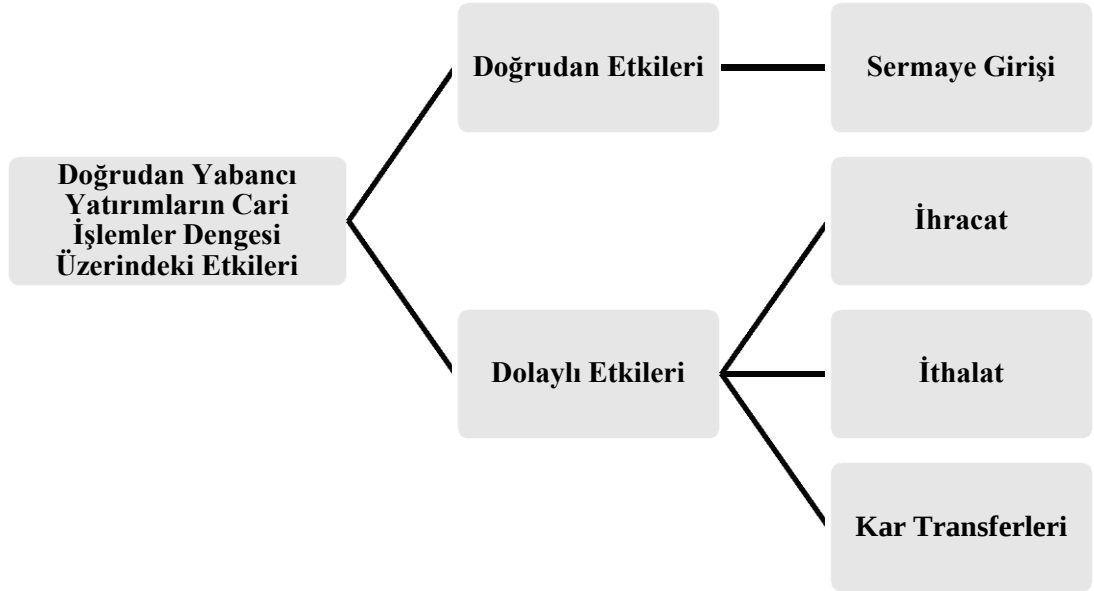
Türkiye, yüksek cari açık ve düşük tasarruf oranları nedeniyle dışarıdan sermaye girişine ihtiyaç duyan bir ülkedir. Bu ihtiyacın azaltılmasına yönelik yapısal dönüşümlerin planlanması ve hayata geçirilmesi gerekmektedir. Ancak, uzun vadeli politikaların yanı sıra söz konusu sermaye ihtiyacının sağlıklı biçimde karşılanması da önemlidir. Özellikle, yüksek büyüme hedeflerinin planlandığı önümüzdeki yıllarda sermaye ihtiyacı artabilir.

Hızlı büyümek için gereken yatırımlar yurtiçi tasarruflardan sağlanamıyorsa, dışarıdan kaynak bulmak gerekir. Bu noktada en sağlıklı finansman kaynağı olarak doğrudan yabancı yatırımlar öne çıkmaktadır. Çünkü bu yatırımlar hem uzun vadeli, hem de yapısı gereği borç arttırıcı nitelikte değildir. Doğrudan yabancı yatırım dışındaki sermaye girişlerinin borç arttırıcı yapısı bulunmaktadır. Ayrıca, tahvil ve hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlara göre daha kısa sürelidir. Bu yatırımlar ülkede veya uluslararası piyasalarda risk oluşması durumunda ülkeyi hızlıca terk edebilirler.

Orta Vadeli Programda büyümenin finansmanında yurtiçi tasarruflarla birlikte yabancı sermaye girişinin yeterli katkıyı sağlayacağı varsayılmıştır. (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s.8) Orta Vadeli Programda büyümenin finansmanı açısından doğrudan yabancı yatırımlara özel bir önem atfedilmese de serbest bölgelere yönelik doğrudan yabancı yatırım girişinin hızlandırılacağı belirtilmiştir. (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s.18) Kalkınma planında ise iş ve yatırım ortamındaki sorunların çözülerek doğrudan yabancı yatırımların kolaylaştırılması planlanmıştır. (Kalkınma Bakanlığı, 2013, s.162)

Bu çalışmada ortaya koyulan büyüme modelinde dış borç yaratan cari açığın bir kısmının doğrudan yabancı yatırımlar ile finanse edildiği, böylelikle dış borç miktarının azaltıldığı düşünülmektedir. Göçer ve Peker (2014) doğrudan yabancı yatırımların cari işlemler açığı üzerindeki etkisinin sermaye girişi, ithalat, ihracat ve kar transferi kanallarıyla gerçekleştiğini ifade etmiştir. Şekil 8’de görüldüğü üzere, doğrudan yabancı yatırımlar sermaye girişi sağlayarak cari açık üzerinde doğrudan etki yaratırken; ithalat, ihracat ve kar transferi kanalıyla dolaylı etkide bulunmaktadır.

Şekil 8: DYY’ların Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etki Kanalları



Kaynak: Göçer ve Peker, 2014, s.91

Sermaye girişinin yarattığı etki doğrudan yabancı yatırım gerçekleştiren firmanın ülkeye bir miktar sermayeyi de beraberinde getirmesinin sonucudur. Yeni bir firmanın kuruluşu, mevcut bir firmanın satın alınması veya bir firma ile birleşme süreçlerinin hepsinde ülkeye döviz girişi gerçekleşir. Bu durum, ülkenin ödemeler dengesi bilançosunu olumlu etkileyecektir.

Doğrudan yabancı yatırımların cari açık üzerindeki dolaylı etkilerinden biri ihracat kanalıyla gerçekleşir. Yabancı yatırımlar sadece yatırım yapılan ülkede mal satmak için değil, aynı zamanda yeni pazarlara açılmak, bir ekonomik entegrasyona gümrüksüz mal satabilmek, nakliye maliyetlerini azaltmak ve pazar payını arttırmak için de yapılır. Bu amaçla yapılan yatırımlar yatırım yapılan ülkenin ihracatını olumlu yönde etkileyebilir.

Dolaylı etkilerden biri ise ithalat kanalıyla gerçekleşir. Gelişmekte olan ülkelerde, ihracatın, ithalata bağımlı gelişmesi ve bu kapsamda doğrudan yabancı yatırım yapan firmanın, kullanacağı ara malları, diğer ülkelerdeki yatırımlarından temin etmesi,

ülkenin ithalatını arttırabilmekte ve bu da ülkenin cari işlemler dengesine zarar vermektedir.

Cari açığın bir nedeni de yabancı sermayeli firmaların kâr transferleridir. Bu firmalar elde ettikleri kârların bir kısmını veya tamamını kendi ülkelerine gönderebilirler. Bu transferler, ev sahibi ülkeden döviz çıkışına neden olmakta ve ülkenin cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemektedir. Doğrudan yabancı yatırım ile ev sahibi ülkeye bir defalık sermaye girişi olurken, bu yatırımlardan elde edilen kârların, firmanın ana ülkesine transfer edilmesiyle, sürekli bir fon transferi ortaya çıkmaktadır. Bu noktada, bu firmaların, kârlarını yurt içinde tekrar yatırıma dönüştürmelerinin teşvik edilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Göçer ve Peker (2014), doğrudan yabancı yatırımların cari işlemler hesabı üzerindeki etkilerini araştıran ampirik analizleri incelemiş ve yapılan analizlerde genel olarak doğrudan yabancı yatırımların cari açığı azaltıcı etkisi olduğunu tespit etmiştir. Söz konusu çalışmada, 1980-2011 dönemi verileriyle yapılan analizin bulgularına göre; doğrudan yabancı yatırımlar %10 oranında arttığında, cari işlemler açığının Türkiye’de %3, Hindistan’da %4.1 oranında azaldığı, Çin’de ise %3.8 oranında cari işlemler fazlasının gerçekleştiği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde büyümenin finansmanı açısından doğrudan yabancı yatırımların önemi incelenmektedir. Bir sonraki kısımda açıklanan büyüme modelinde, dış borcun artmaması için GSYH’nın belirli bir oranı kadar ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişinin gerçekleşmesi gerektiği gösterilmektedir. Türkiye’nin yüksek gelir grubu ülkeler arasına sıçramasını sağlamak için uzun yıllar boyunca istikrarlı biçimde büyümesi gerekmektedir. Büyüme sürecinin istikrarlı olabilmesi için ise ihtiyaç duyulan yabancı sermaye girişi dış borç oranını arttırmamalıdır. Eğer büyüme sürecinde dış borç oranı artarsa, uzun süre istikrarlı biçimde büyüme sürdürülemez.

3.1. Dış Borç Yaratmayan Büyüme Modeli

Bu model, sermaye hareketlerinin serbest ve döviz kurunun esnek olduğu koşullarda gereçerlidir. Modelde dış borcun GSYH'ya oranının artmaması için gereken asgari doğrudan yabancı yatırım miktarı gösterilmektedir. Formülde doğrudan yabancı yatırım miktarı GSYH'ya oran olarak ifade edilmektedir. Dış borç oranının sabit kaldığını gösteren eşitlik şu şekilde tanımlanmıştır;

$$C_0 = \frac{D_t^*}{GDP_t^*} = \frac{D_{t+1}^*}{GDP_{t+1}^*} \quad (1.1)$$

Denklem 1.1'de yer alan değişkenler şunlardır;

C_0 = Dış borcun GSYH'ya oranı (sabit değer)

D_t^* = Dolar cinsinden dış borç miktarı (t yılında)

GDP_t^* = Dolar cinsinden GSYH (t yılında)

Cari açığın dış borcu artırdığı, doğrudan yabancı yatırım girişinin ise cari açığın bir kısmını finanse ederek dış borç miktarını azalttığı düşünülmektedir. Dış borç miktarını etkileyen diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayılmaktadır.

$$D_{t+1}^* = D_t^* + CAD_{t+1}^* - FDI_{t+1}^* \quad (1.2)$$

Denklem 1.2'de yer alan yeni değişkenler şunlardır;

CAD_t^* = Dolar cinsinden cari açık(t yılında)

FDI_t^* = Dolar cinsinden doğrudan yabancı sermaye girişi (t yılında)

GSYH büyümesini gösteren eşitlik şu şekilde gösterilebilir;

$$GDP_{t+1}^* = 1 + g_{t+1}^* * GDP_t^* \quad (1.3)$$

Denklem 1.3’de yer alan yeni değişken şöyledir;

$$g_{t+1}^* = \text{Dolar cinsinden büyüme oranı } (t + 1 \text{ yılında})$$

Denklem 1.1’de yer alan D_{t+1}^* yerine denklem 1.2’de yer alan karşılığını; GDP_{t+1}^* yerine denklem 1.3’te tanımlanan ifadeyi koyunca dış borç oranı (C_0) aşağıdaki denklemdeki gibi tanımlanmıştır.

$$C_0 = \frac{D_t^* + CAD_{t+1}^* - FDI_{t+1}^*}{1 + g_{t+1}^* * GDP_t^*} \quad (1.4)$$

Denklem 1.4 aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$C_0 = \frac{1}{1 + g_{t+1}^*} * \frac{D_t^*}{GDP_t^*} + \frac{CAD_{t+1}^* - FDI_{t+1}^*}{1 + g_{t+1}^* * GDP_t^*} \quad (1.5)$$

Cari açığın GSYH’ya oranı γ , doğrudan yabancı yatırımların GSYH’ya oranı μ olarak tanımlanmıştır.

$$\gamma = \frac{CAD_t^*}{GDP_t^*} = \text{Cari açığın GSYH'ya oranı (sabit değer)}$$

$$\mu = \frac{FDI_t^*}{GDP_t^*} = \text{Doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranı (sabit değer)}$$

Yukarıdaki oranlardan faydalanarak CAD_{t+1}^* ve FDI_{t+1}^* aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$CAD_{t+1}^* = \gamma * GDP_{t+1}^*$$

$$FDI_{t+1}^* = \mu * GDP_{t+1}^*$$

Denklem 1.5’teki CAD_{t+1}^* ve FDI_{t+1}^* yerine yukarıdaki ifadeler koyulunca denklem aşağıdaki hale gelmiştir.

$$C_0 = \frac{1}{1 + g_{t+1}^*} * \frac{D_t^*}{GDP_t^*} + \frac{\gamma * GDP_{t+1}^* - \mu * GDP_{t+1}^*}{1 + g_{t+1}^* * GDP_t^*} \quad (1.6)$$

Denklem 1.6 sadeleştirildiğinde aşağıdaki biçimde ifade edilebilir.

$$C_0 = \frac{1}{1 + g_{t+1}^*} * C_0 + \frac{(\gamma - \mu) * GDP_{t+1}^*}{1 + g_{t+1}^* * GDP_t^*} \quad (1.7)$$

Denklem 1.3'teki eşitlik kullanıldığında GDP_{t+1}^* yerine $1 + g_{t+1}^* * GDP_t^*$ yazılabilir. Bu ifade yazılıp, denklem 1.7 sadeleştirilince aşağıdaki denklem elde edilmiştir.

$$C_0 = \frac{1}{1 + g_{t+1}^*} * C_0 + \gamma - \mu \quad (1.8)$$

Denklem 1.8 sadeleştirme işlemi ile aşağıdaki hale gelir.

$$C_0 \left(1 - \frac{1}{1 + g_{t+1}^*} \right) = \gamma - \mu \quad (1.9)$$

Doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranını ifade eden μ 'yü denklemin sol tarafına alınca aşağıdaki eşitlik elde edilir.

$$\mu = \gamma - \frac{C_0 * g_{t+1}^*}{1 + g_{t+1}^*} \quad (1.10)$$

Denklem 1.10 aşağıdaki sadeleştirme işlemi yapıldıktan sonra, denklem 1.13'teki gibi yazılabilir.

$$\mu = \gamma - \frac{C_0 * (g_{t+1}^* + 1 - 1)}{1 + g_{t+1}^*} \quad (1.11)$$

$$\mu = \gamma - \frac{C_0 * 1 + g_{t+1}^* - C_0}{1 + g_{t+1}^*} \quad (1.12)$$

$$\mu = \gamma - C_0 + \frac{C_0}{1 + g_{t+1}^*} \quad (1.13)$$

Denklem 1.13'teki formül, dış borç oranının sabit kalmasını sağlayan doğrudan yabancı yatırım seviyesini göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırım seviyesi, bu yatırımların GSYH'ya oranı olarak tanımlanmıştır. Bu oranı, denklemde görüldüğü üzere cari açık oranı, dış borç oranı ve dolar cinsinden büyüme oranını belirlemektedir.

Denklem 1.13'teki $1 + g_{t+1}^*$ ifadesi yeniden tanımlanarak, yukarıdaki formülde dolar cinsinden büyüme oranı yerine TL cinsinden reel büyüme oranı kullanılacaktır. Dolar cinsinden büyüme oranı ile TL cinsinden büyüme oranının farklı olması döviz kurundaki değişimden kaynaklanmaktadır. Dolar cinsinden büyüme oranı ile TL cinsinden büyüme oranı arasındaki ilişki denklem 1.20'de gösterilmektedir. 1.14 – 1.19 arasındaki denklemler denklem 1.20'ye nasıl ulaşıldığını açıklamaktadır. İlk olarak, TL cinsinden GSYH büyümesi aşağıdaki gibi tanımlanmıştır.

$$GDP_{t+1} = 1 + g_{t+1} * GDP_t \quad (1.14)$$

Denklem 1.14'te yer alan yeni değişkenler şunlardır;

$GDP_t = TL \text{ cinsinden GSYH } (t \text{ yılında})$

$g_{t+1} = TL \text{ cinsinden nominal büyüme oranı } (t + 1 \text{ yılında})$

Denklem 1.15 ve 1.16, TL cinsinden GSYH ile dolar cinsinden GSYH arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

$$GDP_t = GDP_t^* * FX_t \quad (1.15)$$

Denklem 1.15'te yer alan yeni değişken şöyle tanımlanmıştır;

$FX_t = Döviz kuru (t \text{ yılında})$

$$GDP_{t+1}^* * FX_{t+1} = GDP_{t+1} \quad (1.16)$$

Denklem 1.16'daki GDP_{t+1} yerine denklem 1.14'deki karşılığı koyulunca aşağıdaki eşitlik elde edilmiştir.

$$GDP_{t+1}^* * FX_{t+1} = 1 + g_{t+1} * GDP_t \quad (1.17)$$

Denklem 1.17'deki GDP_t yerine denklem 1.15'teki karşılığı koyulunca aşağıdaki eşitliğe ulaşılmıştır.

$$GDP_{t+1}^* * FX_{t+1} = 1 + g_{t+1} * GDP_t^* * FX_t \quad (1.18)$$

Dolar cinsinden büyüme, sol tarafta yalnız bırakılarak denklem sadeleştirilirse denklem 1.20 elde edilir.

$$\frac{GDP_{t+1}^*}{GDP_t^*} = 1 + g_{t+1} * \frac{FX_t}{FX_{t+1}} \quad (1.19)$$

$$1 + g_{t+1}^* = 1 + g_{t+1} * \frac{FX_t}{FX_{t+1}} \quad (1.20)$$

Modeli basitleştirmek için, ABD ve Türkiye olmak üzere sadece iki ekonomi olduğu ve bu ülkelerin para birimlerinin birbirine göre değerinin reel olarak sabit kaldığı varsayıldı. Bu durumda nominal döviz kurunun belirleyicisi ülkeler arasındaki fiyat düzeyleri olacaktır. Yani, aşağıdaki denklemde reel kurun sabit olduğu varsayılmaktadır.

$$Reel\ Kur = Nominal\ Kur * \frac{Yabancı\ ülke\ fiyat\ düzeyi}{Ulusal\ fiyat\ düzeyi} \quad (1.21)$$

Yukarıdaki varsayımlar altında bir yılda TL'nin dolar karşısında kaybettiği değer δ sembolüyle gösterilirse aşağıdaki eşitlik yazılabilir.

$$FX_{t+1} = FX_t * \delta \quad (1.22)$$

Denklem 1.22'de yer alan yeni değişken şöyle tanımlanmıştır;

$\delta = \text{Bir yılda TL'nin dolar karşısında kaybettiği değer}$

Denklem 1.21'den faydalanarak bir yılda TL'nin dolar karşısında kaybettiği değer, ülkeler arasındaki fiyat düzeylerine bağlı olarak aşağıdaki gibi tanımlanabilir.

$$\delta = \frac{(1 + \pi_{t+1}^{TR})}{1 + \pi_{t+1}^{ABD}} \quad (1.23)$$

Denklem 1.23'te yer alan yeni değişkenler şöyle tanımlanmıştır;

$\pi_{t+1}^{TR} = \text{Türkiye'deki enflasyon}$

$\pi_{t+1}^{ABD} = \text{ABD'deki enflasyon}$

Denklem 1.20'deki $\frac{FX_t}{FX_{t+1}}$ ifadesinin yerine $\frac{1}{\delta}$ yazılırsa, dolar cinsinden büyüme, TL cinsinden büyümeye ve ülkeler arasındaki enflasyon seviyelerine bağlı olarak aşağıdaki gibi tanımlanır.

$$1 + g_{t+1}^* = 1 + g_{t+1} * \frac{1 + \pi_{t+1}^{ABD}}{(1 + \pi_{t+1}^{TR})} \quad (1.24)$$

Yukarıdaki denklemde yer alan nominal büyüme oranı aşağıdaki gibi reel büyüme oranı cinsinden tanımlanabilir.

$$1 + g_{t+1} = 1 + g^{reel} * (1 + \pi_{t+1}^{TR}) \quad (1.25)$$

Yukarıdaki eşitliğin sağ tarafı denklem 1.24’de yerine koyulunca aşağıdaki denklem elde edilir.

$$1 + g_{t+1}^* = 1 + g^{reel} * 1 + \pi_{t+1}^{TR} * \frac{1 + \pi_{t+1}^{ABD}}{1 + \pi_{t+1}^{TR}} \quad (1.26)$$

Yukarıdaki denklem sadeleştirildiğinde aşağıdaki denklem elde edilir. Burada, dolar cinsinden büyüme oranı, TL cinsinden reel büyüme oranına ve ABD’deki enflasyona bağlıdır.

$$1 + g_{t+1}^* = 1 + g^{reel} * 1 + \pi_{t+1}^{ABD} \quad (1.27)$$

Denklem 1.13’te $1 + g_{t+1}^*$ yerine $1 + g^{reel} * 1 + \pi_{t+1}^{ABD}$ yazılınca aşağıdaki denkleme ulaşılır. Burada, dış borç miktarının sabit kalması için gereken doğrudan yabancı yatırım seviyesi cari açık oranı, reel büyüme oranı, dış borç oranı ve ABD’deki enflasyon seviyesine bağlıdır.

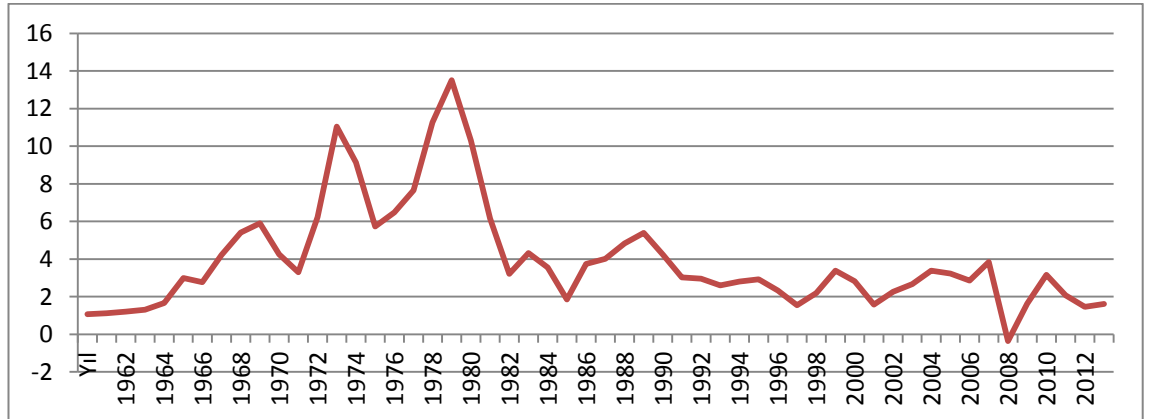
$$\mu = \gamma - C_0 + \frac{C_0}{1 + g^{reel} * 1 + \pi_{t+1}^{ABD}} \quad 1.28$$

3.2. Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi Yeterli Midir?

Önceki kısımda dış borç oranının artmaması için her yıl GSYH'nın oranı olarak belirli miktarda doğrudan yabancı yatırım girişinin gerçekleşmesi gerektiği sonucuna varılmıştır. Modelden elde edilen formüle göre gereken doğrudan yabancı yatırım miktarını cari açık, dış borç, büyüme ve ABD'deki enflasyon seviyeleri belirlemektedir.

Şekil 9'da son 50 yıllık dönemde ABD'de gerçekleşen enflasyon oranları yer almaktadır. Bu şekle göre küresel krizin etkilerinin en fazla hissedildiği 2009 yılı haricinde, son yıllarda enflasyon oranı %1,4 - %3,8 aralığında seyretmiştir. Enflasyonun son 20 yıllık ortalama değeri ise %2'nin biraz üzerindedir. Bu veriler göz önünde bulundurularak formüle dayalı hesaplamalar yapılırken ABD'deki enflasyonun %2 seviyesinde sabit olduğunu varsayılmıştır.³

Şekil 9: ABD'deki Enflasyon Oranı (Yıllık, 1961-2014)



Kaynak:Dünya Kalkınma Göstergeleri

ABD'deki enflasyon haricindeki diğer üç değişkenin alabileceği üç farklı değere göre gerekli doğrudan yabancı yatırım oranları hesaplanmıştır. 27 farklı senaryoyu kapsayan hesaplamaların sonuçları Tablo 2'de yer almaktadır.

³ ABD'deki enflasyonun alacağı farklı değerlere göre hesaplama yapmak mümkündür.

Tablo 2:Çeşitli Senaryolara Göre Dış Borç Oranını Artırmayan DYY Oranı

(ABD'deki enflasyon = 2 varsayıldı)

		Dış Borç Oranı = %40			Dış Borç Oranı = %45			Dış Borç Oranı = %50		
		Büyüme Oranı			Büyüme Oranı			Büyüme Oranı		
		4	5	6	4	5	6	4	5	6
Cari Açık Oranı	5	2.71	2.35	2.00	2.42	2.02	1.62	2.13	1.69	1.24
	6	3.71	3.35	3.00	3.42	3.02	2.62	3.13	2.69	2.24
	7	4.71	4.35	4.00	4.42	4.02	3.62	4.13	3.69	3.24

Yukarıdaki tabloda yer alan baz senaryoda büyümenin %5, cari açık oranının %6, dış borç oranının ise %45 seviyelerinde olacağı varsayılmıştır. Buna göre, *dış borç oranının artmaması için Türkiye'ye GSYH'nın en az %3.02'si kadar doğrudan yabancı yatırım girişinin gerçekleşmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.*

Baz senaryo belirlenirken Orta Vadeli Programdaki hedefler ve son on yıllık dönemde gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım, büyüme, dış borç ve cari açık oranları göz önünde bulundurulmuştur. Son on yıllık dönemde gerçekleşen söz konusu oranlar Tablo 3'te yer almaktadır.

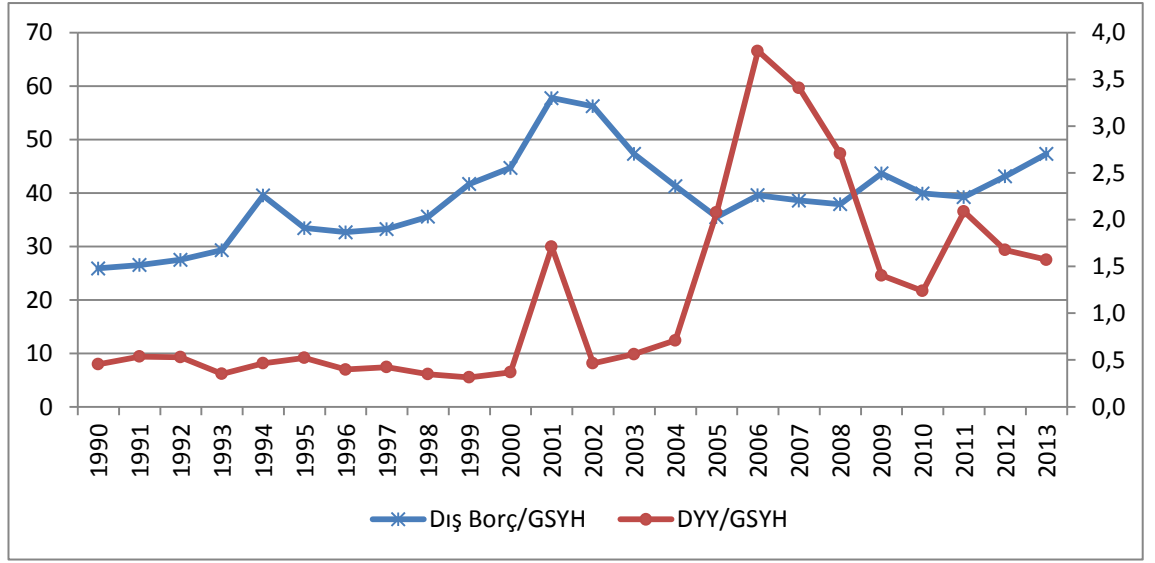
Tablo 3:Türkiye'nin Son 10 Yıllık DYY, Büyüme, Dış Borç ve Cari Açık Oranları

Yıl	DYY/GSYH	Büyüme	Dış Borç/GSYH	Cari Açık/GSYH
2004	0.71	9.36	41.29	3.62
2005	2.08	8.40	35.48	4.44
2006	3.80	6.89	39.57	6.02
2007	3.41	4.67	38.58	5.84
2008	2.71	0.66	37.89	5.48
2009	1.40	-4.83	43.63	1.96
2010	1.24	9.16	39.89	6.21
2011	2.09	8.77	39.25	9.68
2012	1.68	2.13	43.10	6.15
2013	1.57	4.19	47.28	7.86

Kaynak: Turkey Data Monitor

Son yıllarda Türkiye’ye yıllık doğrudan yabancı yatırım girişinin GSYH’ya oranı %1 ile %2 arasında seyretmiştir (Tablo 3). Bu oran yalnızca 2006 ve 2007 yılında % 3’ün üzerinde gerçekleşmiştir. Türkiye’nin yıllık ortalama %5 büyüme hedefini istikrarlı bir biçimde sürdürebilmesi için ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişinin belirgin biçimde artması gerekmektedir.

Şekil 10:DYY Girişinin ve Dış Borcun GSYH’ya Oranı



Kaynak: Turkey Data Monitor

Şekil 10’un sol ekseninde dış borcun, sağ ekseninde ise doğrudan yabancı yatırım girişinin GSYH’ya oranı yer almaktadır. 2004 yılı ve öncesinde doğrudan yabancı yatırım girişi oldukça düşük seviyededir. Bu nedenle, o dönemde doğrudan yabancı yatırımların ekonomi üzerinde belirgin bir etki yaratması beklenemez. 2005 yılından itibaren Türkiye’ye doğrudan yabancı yatırım girişi artmaya başlamıştır. Şekil 10’da son 10 yıllık dönemde doğrudan yabancı yatırım girişi ile dış borç seviyesi arasında negatif bir ilişki gözlenmektedir. Gözlenen bu durum, çalışmanın önceki kısımda geliştirilen modelin varsayımları ile paralellik göstermektedir. Son yıllarda ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişinde belirgin bir artış yaşansa da doğrudan yabancı yatırım girişinin şu anki seviyesi yeterli düzeyde değildir.

2005 yılından itibaren, Türkiye'ye yönelen doğrudan yabancı yatırımlardaki artış yatırım ortamını iyileştirmeye yönelik yasal düzenlemelerin, Avrupa Birliği ile geliştirilen ilişkilerin ve özelleştirme programının sonucu olabilir. 17 Haziran 2003 tarihinde 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu tarihten önce 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu yürürlükte bulunmaktaydı. Eski kanunda yabancı yatırım belirli bir izinle gerçekleşmekteyken yeni kanunda bu sistem yürürlükten kaldırılmıştır.

2003 yılında 1,7 milyar dolar olan yıllık doğrudan yabancı yatırım girişi 2007 yılında 22 milyar dolara ulaşmış, 2008 ve 2009 yıllarında küresel krizin etkisi ile doğrudan yabancı yatırım girişinde azalma olmuştur. 2010 ve 2011 yıllarında ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişi tekrar artmış, 2012 yılında ise bir miktar azalmıştır. 2012 yılı itibariyle Türkiye'deki doğrudan yabancı yatırım stoğu 181 milyar dolara ulaşmıştır.

Türkiye'deki doğrudan yabancı yatırımların nereden geldiği ve hangi sektörlerle yöneldiği Tablo 4 ve Tablo 5'te yer almaktadır. 2005-2012 yılları arasında Türkiye'ye yönelen doğrudan yabancı yatırımların coğrafi dağılımı incelendiğinde bu yatırımların yaklaşık dörtte üçünün Avrupa menşeli olduğu göze çarpmaktadır. Yatırımların geriye kalan kısmının neredeyse tamamı Asya veya Amerika kıtalarındaki ülkelere aittir.

Tablo 4:Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Coğrafi Dağılımı
(Yıllık, Milyon Dolar)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Avrupa	14.574	12.974	11.368	5.248	4.939	12.587	7.925	6.390
Afrika	21	5	82	2	0	0	0	221
Amerika	1.002	4.717	951	331	384	1.485	491	363
Asya	1.927	1.405	2.345	673	928	2.055	2.337	3.218
Avustralya	108	26	2	12	5	9	6	3
Sınıflandırılmayan	7	10	0	0	0	0	0	0
Toplam Dünya	17.639	19.137	14.748	6.266	6.256	16.136	10.759	10.195

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Türkiye için, doğrudan yabancı yatırımların miktarının yanı sıra biçimi ve yöneldiği sektör de önemlidir. Kısa vadede birleşme ve satın alma şeklinde gerçekleşen yabancı yatırımlardan ziyade, orta ve uzun vadede teknoloji-yoğun sektörlerle yapılan yabancı yatırımların önemi büyüktür.

Tablo 5’de Türkiye’ye gelen doğrudan yabancı yatırımların sektörel dağılımı yer almaktadır. 2006, 2007 ve 2008 yıllarında doğrudan yabancı yatırımlar ağırlıklı olarak hizmetler sektörüne gelmekteyken 2009 yılından itibaren sanayi ve hizmetler sektörüne yönelen yatırımlar benzer seviyelerde seyretmiştir. Hizmetler sektörünün alt kalemine bakıldığında yatırım alan başlıca sektörün finansal hizmetler olduğu görülmektedir. Bu alandaki yatırımlar daha çok bankacılık sektöründe gerçekleşen satın alma ve birleşme faaliyetleridir. Birleşme ve satın alma biçiminde gerçekleşen doğrudan yatırımlar kısa vadede cari açığın finansmanına katkı sağlar, ancak bu yatırımların orta ve uzun vadede aynı hızda gerçekleşmesi beklenemez.

Tablo 5: Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Sektörel Dağılımı (Yıllık, Milyon Dolar)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tarım Sektörü	6	9	41	48	81	32	43	49
Sınai Sektörler	2.988	5.037	5.187	3.887	2.887	8.037	5.479	4.810
Madencilik ve Taşocakçılığı	123	336	145	89	136	146	213	240
İmalat Sanayii	1.701	4.131	3.972	1.640	924	3.596	4.342	2.199
Elektrik, Gaz, Buhar ve İklimlendirme Üretimi ve Dağıtım	1.164	567	1.055	2.153	1.824	4.293	924	2.335
Su Temini, Kanalizasyon, Atık Yönetimi ve İyileştirme Faaliyetleri	0	3	15	5	3	2	0	36
Hizmetler Sektörü	14.645	14.091	9.520	2.331	3.288	8.067	5.237	5.336
İnşaat	215	287	337	209	310	301	1.428	204
Toptan ve Perakende Ticaret	456	234	2.088	389	435	709	221	357
Ulaştırma ve Depolama	453	679	96	230	183	222	130	300
Konaklama ve Yiyecek Hizmeti Faaliyetleri	21	33	25	55	113	122	16	57
Bilgi ve İletişim	6.353	472	97	173	36	36	133	122
Finans ve Sigorta Faaliyetleri	6.954	11.717	6.136	817	1.621	5.883	2.084	3.734
Gayrimenkul Faaliyetleri	79	448	453	210	241	300	173	130
Mesleki, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler	6	32	52	81	94	103	78	106
İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri	30	2	25	22	17	55	234	142
Kamu Yönetimi ve Savunma, Zorunlu Sosyal Güvenlik	0	0	0	0	0	0	0	0
Eğitim	0	0	0	1	17	68	60	14
Sağlık ve Sosyal Hizmetler	71	176	147	105	112	232	546	105
Kültür, Sanat, Eğlence, Dinlence ve Spor	4	2	40	25	62	13	81	5
Diğer Hizmet Faaliyetleri	3	9	24	14	47	23	53	60
Ev içi üretim faaliyetleri	0	0	0	0	0	0	0	0
Uluslararası Örgütler ve Temsilcilikleri	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam	17.639	19.137	14.748	6.266	6.256	16.136	10.759	10.195

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

3.3. Sonuç

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye'nin büyüme sürecinin finansmanında doğrudan yabancı yatırımların önemli olduğu gösterilmiştir. Türkiye, yüksek cari açık ve düşük tasarruf oranları nedeniyle yeni yatırımların gerçekleşmesi için dış finansmana ihtiyaç duyan bir ülkedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, ihtiyaç duyulan finansmanı dış borçlanma yaratmadan sağlar. Bu sayede, büyüme sürecinin sürdürülebilirliğine katkıda bulunur.

Önceki bölümlerde açıklanan dış borç yaratmayan büyüme modelinde, dış borcun artmaması için gereken doğrudan yabancı yatırım miktarının cari açık, dış borç ve büyüme oranları ile ABD'deki enflasyon seviyesine bağlı olduğu gösterilmiştir. ABD'deki enflasyonun %2 seviyesinde sabit olduğu varsayılarak diğer üç değişkenin alabileceği üç farklı değere göre 27 farklı senaryo için gerekli doğrudan yabancı yatırım oranları hesaplanmıştır. Baz senaryoda büyümenin %5, cari açık oranının %6, dış borç oranının ise %45 seviyelerinde olacağı varsayılmıştır. Buna göre, ***dış borç oranının artmaması için Türkiye'ye yıllık GSYH'nın %3.02'si kadar doğrudan yabancı yatırım girişinin gerçekleşmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.***

Doğrudan yabancı yatırımların büyüme sürecindeki önemi ülkeye döviz girişi sağlaması ile sınırlı değildir. Bu yatırımlar ülkeye teknoloji ve yönetim bilgisi ile uluslararası pazarlardaki deneyimleri getirerek üretim faktörlerindeki verimliliği de artırır. Ekonominin daha verimli hale gelmesi ve büyümenin sürdürülebilir olması için toplam üretim verimliliğinde artışın sağlanmasına ihtiyaç vardır. Bu noktada, ülkeye gelen doğrudan yabancı yatırım miktarının yanı sıra bu yatırımların niteliği de önemlidir. Bilgi ve teknoloji yoğun alanlara yönelik doğrudan yabancı yatırım çekebilmek orta ve uzun vadede cari açığın kapatılmasına daha fazla katkıda bulunarak daha olumlu sonuçlar yaratacaktır. Bu nedenle, Türkiye'nin doğrudan yabancı yatırım çekme konusundaki hedefi teknoloji ve Ar-Ge yoğun sektörlerde yeni yatırımların gerçekleşmesine odaklanmalıdır.

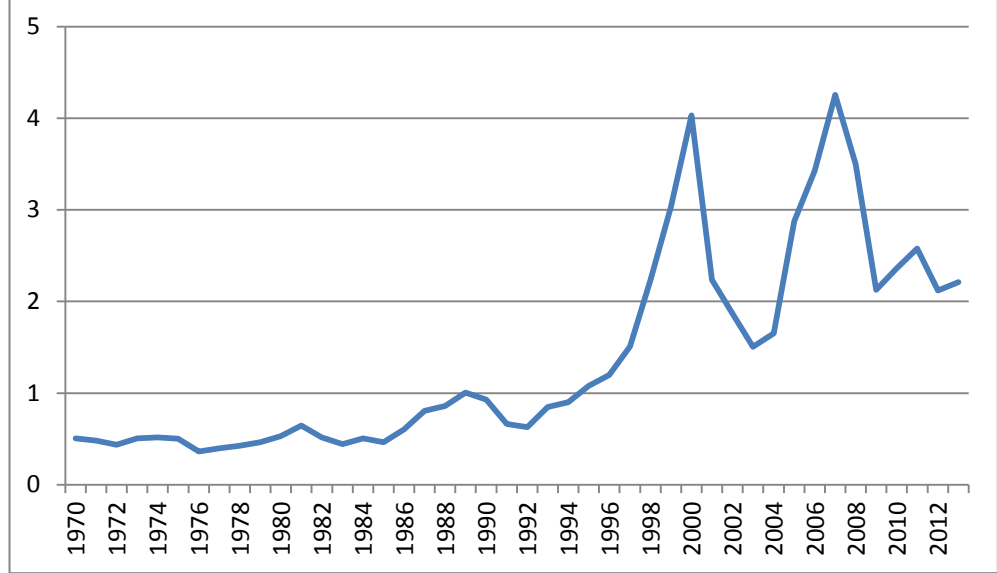
4. KÜRESEL DÜZEYDE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

Yirminci yüzyılın son çeyreğinde yaşanan küreselleşme süreci ile birlikte dünya ticareti ve sermaye hareketlerinin önündeki engeller önemli ölçüde kaldırılmış ve sermaye hareketleri hızlanmıştır. Gelişmiş ülkeler, daha karlı yatırım alanları yaratmak, geliştirmek olan ülkeler ise finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla finansal serbestleşmeye yönelik politikalar uygulamaya başlamışlardır.

Finansal serbestleşme politikalarıyla birlikte geliştirmek olan ülkelere yönelen yabancı yatırımlar artmıştır. Yabancı yatırımlar portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar olmak üzere başlıca iki biçimde gerçekleşmektedir. Tahvil ve hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları daha kısa süreli iken; bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerlere karşılık gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha kalıcı ve uzun sürelidir. Bu nedenle, doğrudan yabancı yatırımların geliştirmek olan ülkeler açısından portföy yatırımlarına göre daha sağlıklı bir finansman biçimi olduğu söylenebilir. Bu kısımda son 30 yılda hızlanan doğrudan yabancı yatırım hareketlerinin seyri ve mevcut durumu incelenmektedir.

Küresel düzeyde doğrudan yabancı yatırım akımı dünya GSYH'sinden daha hızlı artmaktadır. Şekil 11'de küresel düzeydeki doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranı yıllık bazda görülmektedir. 1980'den 1990'a kadar dünya GSYH'nin %0.5'inden %1'ine yükselen küresel doğrudan yabancı yatırım akımı, 1990'dan 2000'e kadar çok daha hızlı artmış ve dünya GSYH'nin %4'ünü aşmıştır. 1990'lı yılların sonuna doğru yaşanan ekonomik krizlere karşın bu oran artmaya devam etmiştir. 2000-2001 döneminde ABD'de yaşanan daralmayla birlikte dünya ekonomisinin büyüme hızı da yavaşlamış ve doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranı, üç yıl içinde %1.5'e kadar düşmüştür (Yılmaz, 2007). Doğrudan yabancı yatırım akımı 2004 ve 2005 yıllarında tekrar yükselişe geçmiş ve 2007 yılında dünya GSYH'nin %4,25'ine ulaşmıştır. Küresel düzeyde yaşanan krizle birlikte 2008 ve 2009 yıllarında doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranı tekrar düşmüştür. Son yıllarda doğrudan yabancı yatırımların GSYH'ya oranı %2 ve %2,5 aralığında seyretmektedir.

Şekil 11: Küresel Düzeyde Doğrudan Yabancı Yatırımların GSYH'ya Oranı(%)



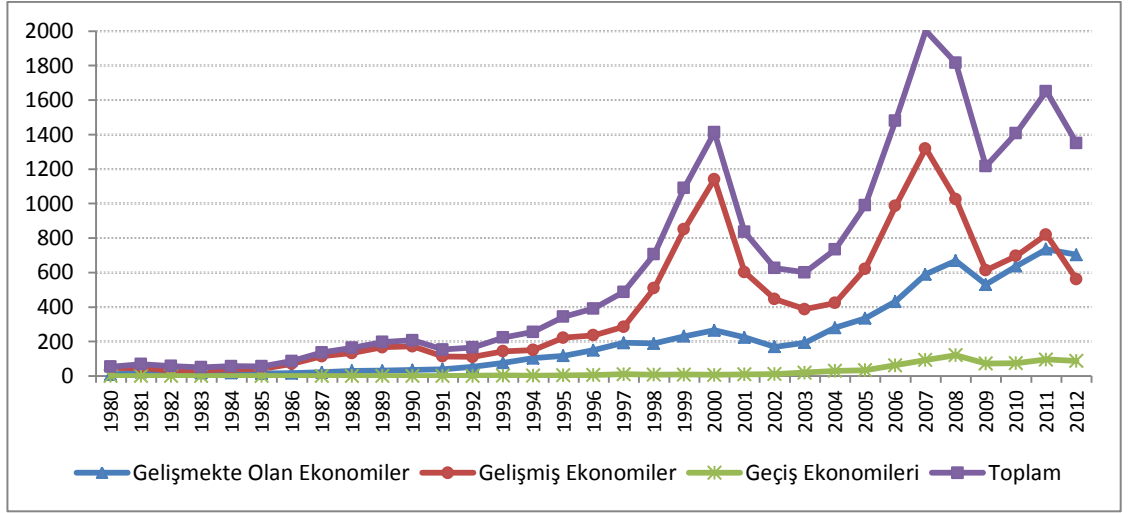
Kaynak: Dünya Kalkınma Göstergeleri, yazarın hesaplamaları

Şekil 12’de doğrudan yabancı yatırımların yıllara göre miktarı incelenmiştir. Bu yatırımlar, 1990’ların ortalarından itibaren dünya genelinde belirgin bir artış eğilimine girmiştir. Doğrudan yabancı yatırım hareketlerindeki artış ekonomik kriz ve daralma dönemlerinde kesintiye uğramıştır. 2000 yılında 1,4 trilyon dolar olan küresel doğrudan yabancı yatırım girişi 2003 yılında 600 milyar dolara kadar gerilemiştir. Takip eden dönemde hızlı bir toparlanma ile 2007 yılında 2 trilyon dolara yaklaşmıştır. Ancak, küresel krizin etkisi ile bu miktar 2009 yılında tekrar 1,2 trilyon dolara kadar gerilemiştir. 2010 ve 2011 yıllarında artan doğrudan yabancı yatırımlar, 2012 yılında bir miktar azalmıştır. Son yıllarda özellikle gelişmiş ülkelere yaşanan ekonomik durgunluğun yatırımları azaltıcı etkisi olmuştur.

2012 yılına kadar doğrudan yabancı yatırımların büyük kısmı gelişmiş ülkelere yönelmiştir. 2008 yılında başlayan küresel krizle birlikte gelişmiş ülkelere yapılan yatırımlar hızla azalmış 2009, 2010 ve 2011 yıllarında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere giren yatırım miktarı yakın seviyelerde gerçekleşmiş, 2012 yılında ise ilk kez

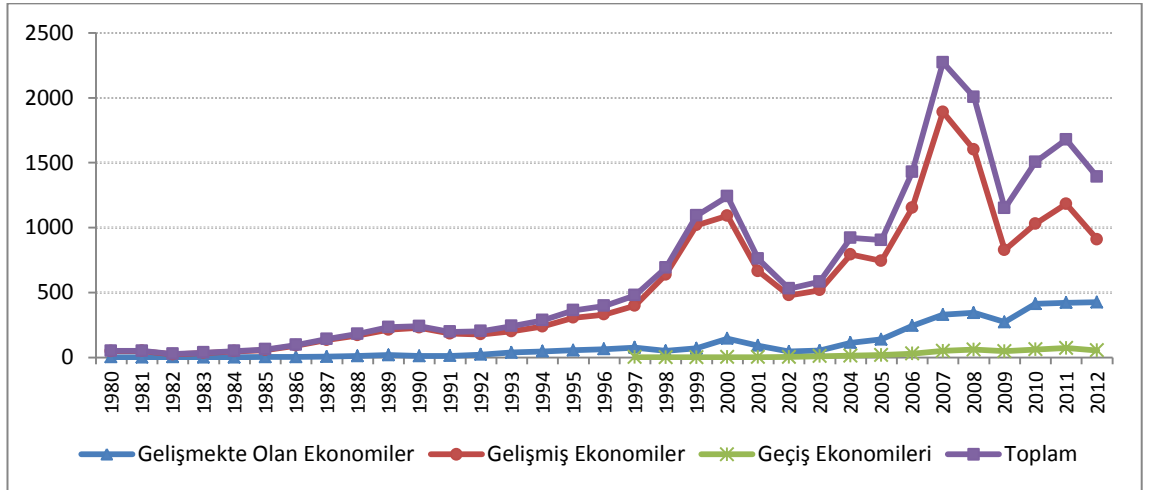
gelişmekte olan ülkelere yönelen yatırım miktarı gelişmiş ülkelere yapılan yatırımlardan daha fazla olmuştur. (Şekil 12)

Şekil 12:Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi (Milyar \$)



Kaynak: UNCTAD Veritabanı, yazarın hesaplamaları

Şekil 13:Doğrudan Yabancı Yatırım Çıkışı (Milyar \$)



Kaynak: UNCTAD Veritabanı, yazarın hesaplamaları

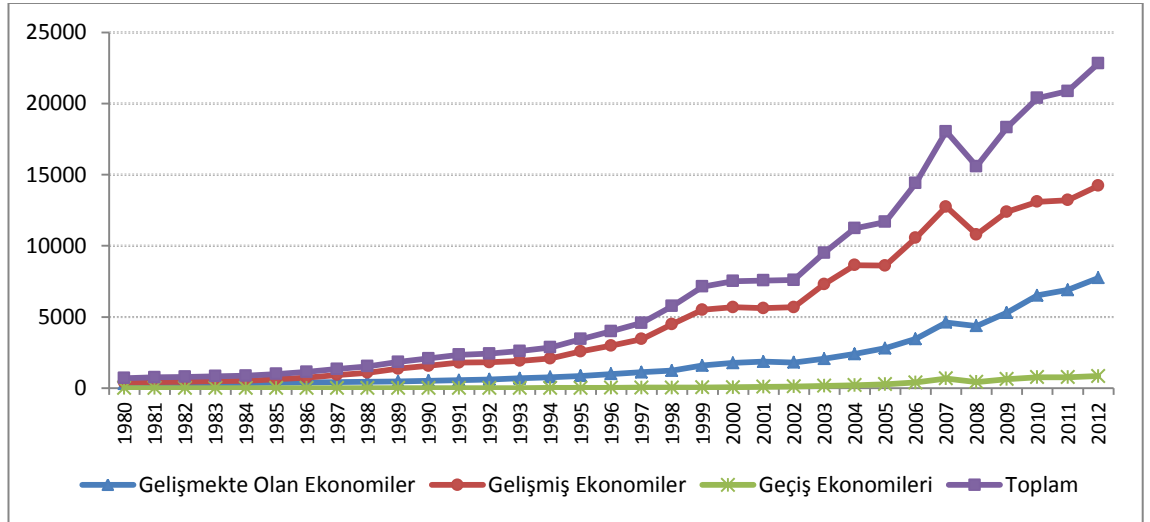
Doğrudan yabancı yatırımların çıktığı ülkelere bakınca, bu yatırımların büyük oranda gelişmiş ülkeler tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir. (Şekil 13) 2004 yılından itibaren, gelişmekte olan ülkeler tarafından gerçekleştirilen yatırımlar artmaya başlasa

da; 2012 yılı itibariyle, gelişmiş ülkeler tarafından yapılan yatırımlar gelişmekte olan ülkeler tarafından gerçekleştirilen yatırımların yaklaşık iki katıdır.

Şekil 12 ve Şekil 13 birlikte incelendiğinde, gelişmiş ülkelere çıkan yatırımların, gelişmiş ülkelere giren yatırımlardan daha fazla olduğu görülmektedir. Bu durum, küresel doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesine pozitif biçimde yansıdığını düşündürmektedir.

Şekil 14, dünya genelindeki toplam doğrudan yabancı yatırım stoğunu göstermektedir. Bu şekle göre, dünya genelindeki toplam stok 2012 yılında 22,8 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu miktar ABD'nin aynı yıla ait toplam GSYH'sı olan 16,2 trilyon doların yaklaşık 1,5 katıdır. Küresel doğrudan yabancı yatırım stoğunun büyük kısmı gelişmiş ülkelerdedir. Gelişmiş ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırım stoğu gelişmekte olan ülkelerdeki stoğun yaklaşık iki katıdır.

Şekil 14:Doğrudan Yabancı Yatırım Stoğu (Milyar \$)



Kaynak: UNCTAD Veritabanı, yazarın hesaplamaları

Tablo 6'ya göre, 1990 yılında 2 trilyon dolar olan küresel doğrudan yabancı yatırım stoğu 2012 yılında 22,8 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu süre zarfında doğrudan yabancı

yatırım stoğu, GSYH'dan daha hızlı artmıştır. 1990 yılında doğrudan yabancı yatırım stoğunun GSYH'ya oranı % 9,4 iken, 2012 yılında %32'ye yükselmiştir.

Tablo 6:Küresel Doğrudan Yabancı Yatırım Stoğu

	1990	2000	2010	2012
Doğrudan Yabancı Yatırım Çıkışı				
Küresel Toplam				
Milyar \$	2.092	8.026	21.130	23.593
GSYH'ya Oran (%)	9,4	24,8	33,3	33,1
OECD				
Milyar \$	1.787	5.415	16.976	19.039
GSYH'ya Oran (%)	9,8	20,4	39,4	40,7
Toplamdaki Pay (%)	85,4	67,5	80,3	80,7
AB-27				
Milyar \$	808	3.509	9.279	9.837
GSYH'ya Oran (%)	11,1	41,5	57,0	59,4
Toplamdaki Pay (%)	38,6	43,7	43,9	41,7
Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi				
Küresel Toplam				
Milyar \$	2.078	7.511	20.380	22.812
GSYH'ya Oran (%)	9,4	23,2	32,1	32,0
OECD				
Milyar \$	1.463	4.513	13.177	14.473
GSYH'ya Oran (%)	8,0	17,0	30,6	31,0
Toplamdaki Pay (%)	70,4	60,1	64,7	63,4
AB-27				
Milyar \$	760	2.350	7.447	7.805
GSYH'ya Oran (%)	10,5	27,8	45,8	47,1
Toplamdaki Pay (%)	36,6	31,3	36,5	34,2

Kaynak: OECD ve UNCTAD İstatistikleri, yazarın hesaplamaları

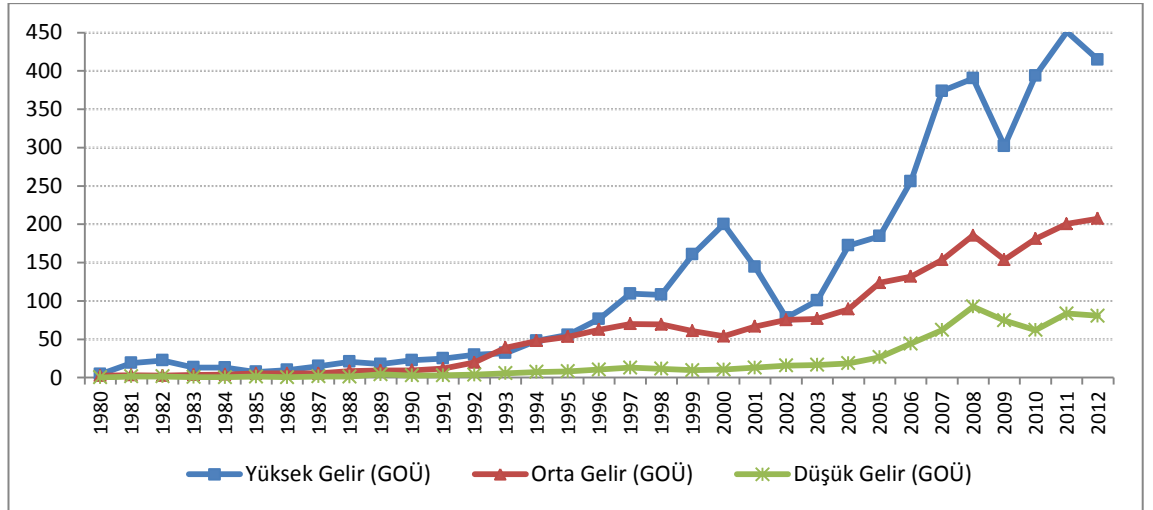
Tablo 6'da, OECD ülkelerindeki doğrudan yabancı yatırım verileri incelendiğinde doğrudan yabancı yatırımların büyük kısmının OECD ülkeleri tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir. 2012 yılı itibariyle dünyadaki küresel doğrudan yabancı yatırım stoğunun % 80,7'si OECD ülkelerinden çıkmıştır. Dünyadaki küresel doğrudan yabancı yatırım stoğunun büyük kısmı OECD ülkelerinde bulunmaktadır. Ancak, OECD ülkelerinden çıkan yatırımlar bu ülkelere giren yatırımlardan daha

fazladır. 2012 yılı itibariyle küresel doğrudan yabancı yatırım stoğunun %63,4'ü OECD ülkelerinde bulunmaktadır.

Benzer bir durum AB ülkeleri için de söz konusudur. AB ülkelerinden çıkan yatırımlar, bu ülkelere giren yatırımlardan daha fazladır. 2012 yılı itibariyle küresel doğrudan yabancı yatırım stoğunun % 41,7'sinin ev sahibi ülkeleri AB üyesi ülkelerdir. Doğrudan yabancı yatırım stoğunun girdiği ülkelere bakıldığında, 2012 yılı itibariyle bu stoğun %34,2'sinin AB üyesi ülkelere bulunduğu görülmektedir.

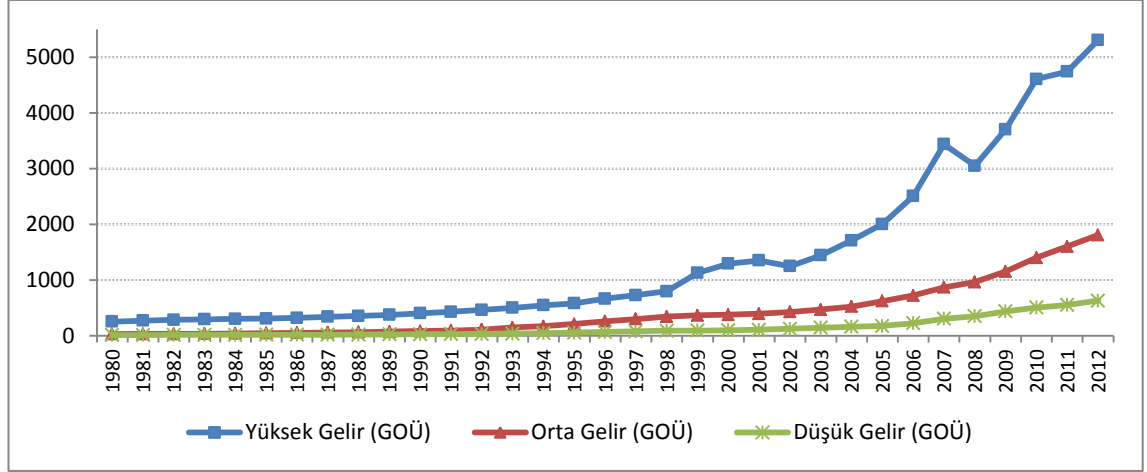
Ülkelerin gelişmişlik düzeyi arttıkça, bu ülkelere yönelen yatırım miktarı da artmaktadır. Yukarıdaki kısımda küresel doğrudan yabancı yatırım stoğunun yaklaşık üçte birinin gelişmekte olan, üçte ikisinin ise gelişmiş ülkelere bulunduğu görülmektedir. Şekil 15 ve Şekil 16'da ise gelişmekte olan ekonomiler içindeki farklı gelir grubundaki ülkelerin bu yatırımlardan aldıkları paylar karşılaştırılmaktadır. Şekiller incelendiğinde ülkelerin gelişmişlik düzeyi ile doğrudan yabancı yatırım girişi ve stoğu arasında pozitif bir ilişki olduğu gözlenmektedir.

Şekil 15:Gelişmekte Olan Ülkelerin Gelir Durumuna Göre Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi (Milyar \$)



Kaynak: UNCTAD Veritabanı, yazarın hesaplamaları

Şekil 16:Gelişmekte Olan Ekonomilerin Gelir Durumuna Göre Doğrudan Yabancı Yatırım Stoğu (Milyar \$)

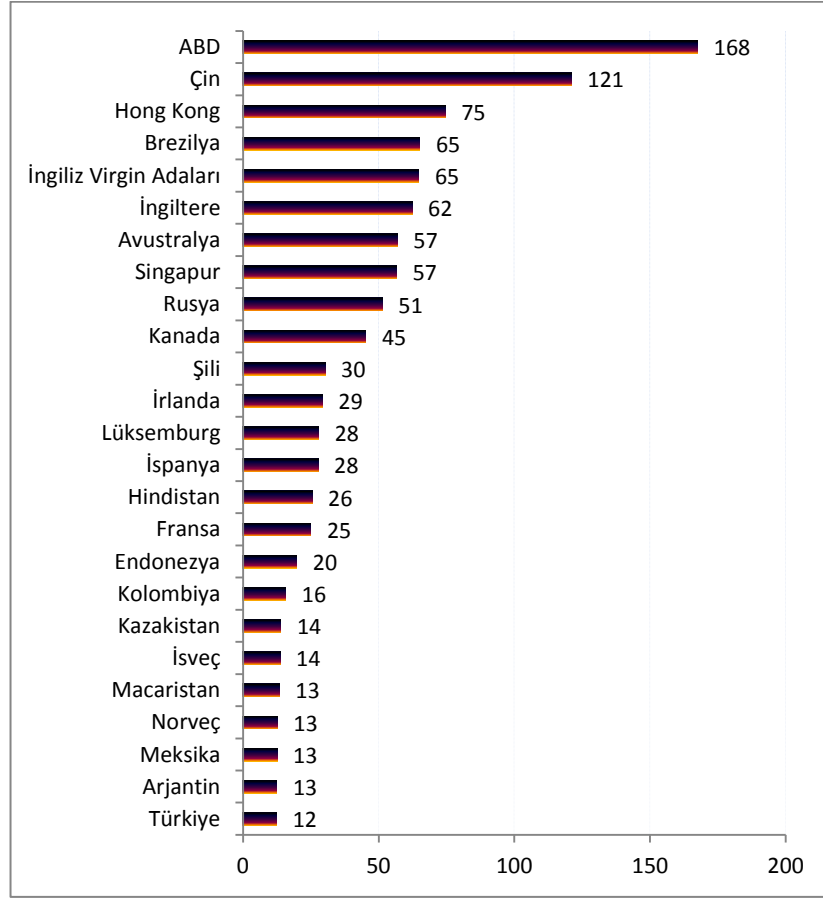


Kaynak: UNCTAD Veritabanı, yazarın hesaplamaları

2012 yılında en fazla miktarda doğrudan yabancı yatırım alan ilk 25 ülke Şekil 17’de yer almaktadır. Söz konusu 25 ülkenin 11’i gelişmiş ülke (ABD, İngiltere, Avustralya, Kanada, İrlanda, Lüksemburg, İspanya, Fransa, İsveç, Norveç, Macaristan), 12’si gelişmekte olan ülke (Çin, Hong Kong, Brezilya, İngiliz Virgin Adaları, Singapur, Şili, Hindistan, Endonezya, Kolombiya, Meksika, Arjantin, Türkiye), 2’si ise geçiş ekonomisidir (Rusya, Kazakistan). 2012 yılında en fazla yatırım alan ABD’ye 168 milyar dolar doğrudan yabancı yatırım girişi olmuştur. 25. Sırada yer alan Türkiye’ye ise 12 milyar dolar yatırım yapılmıştır.

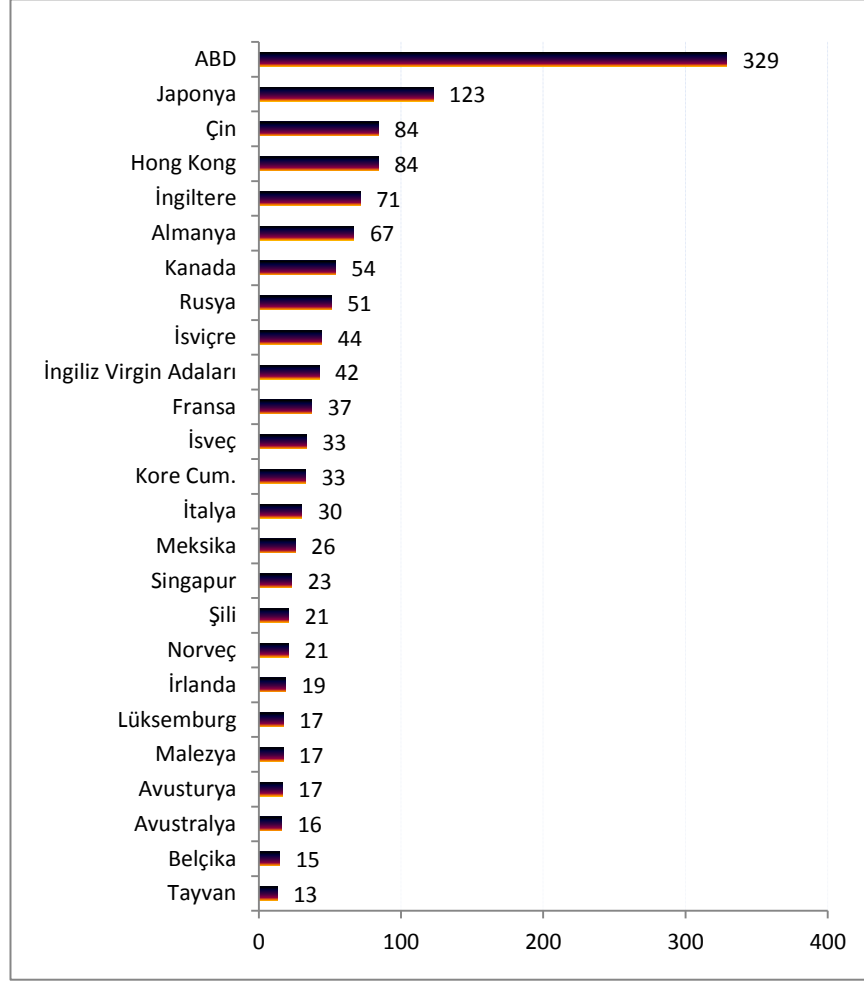
2012 yılında en fazla miktarda doğrudan yabancı yatırım çıkışı olan ilk 25 ülke Şekil 18’de yer almaktadır. Söz konusu 25 ülkenin 15’i gelişmiş ülke (ABD, Japonya, İngiltere, Almanya, Kanada, İsviçre, Fransa, İsveç, İtalya, Norveç, İrlanda, Lüksemburg, Avusturya, Avustralya, Belçika), 9’u gelişmekte olan ülke (Çin, Hong Kong, İngiliz Virgin Adaları, Kore Cum., Meksika, Singapur, Şili, Malezya, Tayvan), 1’i ise geçiş ekonomisidir (Rusya). İlk sırada yer alan ABD’den 2012 yılında 329 milyar dolar doğrudan yabancı yatırım çıkışı olmuştur.

Şekil 17:2012 Yılında Doğrudan Yabancı Yatırım Girişinde İlk 25 Ülke (Milyar \$)



Kaynak: UNCTAD Veritabanı, yazarın hesaplamaları

Şekil 18:2012 Yılında Doğrudan Yabancı Yatırım Çıkışında İlk 25 Ülke (Milyar \$)



Kaynak: UNCTAD Veritabanı, yazarın hesaplamaları

5. METODOLOJİ

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi analiz edilmektedir. Daha sonraki bölümde ise doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde finansal piyasaların rolü incelenmektedir. Bu bölümde, sonraki bölümlerde yapılan analizlerin yöntemleri açıklanmakta ve uygulamada kullanılan verilere ilişkin bilgi verilmektedir.

5.1. Panel Veri Analizi

Ekonomik araştırmalarda kullanılan üç farklı türde veri seti vardır. Bunlar yatay kesit verileri, zaman serileri ve panel veri setidir. Belirli bir zamanda birden fazla kesite ilişkin gözlemlerden oluşan veri setine yatay kesit veri seti adı verilir. Herhangi bir kesite ilişkin gözlemlerin belirli bir zaman süresince gözlemlenmesi sonucu elde edilen veri setine ise zaman serisi adı verilir. Zaman serisi veri türünde hem gözlem değerlerinin hem de bu gözlemlerin sıralanmasının önemi varken yatay kesit veri setinde sadece gözlem değerleri önemlidir; gözlem sonucunda elde edilen değerlerin sırasının bir önemi yoktur. (Kutlutürk, 2010, s.108)

Panel veri seti ise, birden çok kesite ait zaman serilerinin bir arada bulunduğu veri seti ya da zaman boyutuna sahip kesit verileri olarak tanımlanabilir. Panel veri seti zaman serisinin ve yatay kesit verilerin bir araya getirilmesi ile oluşan iki boyutlu veri setidir. Bu nedenle hem yatay hem de zaman serisi veri analizlerini tek bir denklem modeli ile kullanılmasına olanak sağlar.

Panel veri regresyon analizinde veri seti n adet yatay-kesit biriminden oluşur. Her T döneminde n adet gözlem olduğu için, veri setindeki toplam gözlem sayısı, $n \cdot T$ 'ye eşittir. Panel veri setleri her bir kesit için eşit uzunlukta zaman serisi içeriyorsa bu tür panel verilerine dengeli (balanced) panel veri, farklı uzunluklarda zaman serisi

içeriyorsa da dengesiz (unbalanced) panel veri adı verilir. Panel veri analizinin temelini oluşturan klasik regresyon modeli aşağıdaki eşitlikteki gibidir;

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit} + e_{it}$$

$i = 1, 2, \dots, n$
 $t = 1, 2, \dots, T$

Burada Y_{it} bağımlı değişken, $X_{1it}, \dots, X_{kit}$ açıklayıcı değişkenler, $\beta_1, \dots, \beta_k$ eğim katsayıları, e_{it} hata terimleri vektörü ve α sabit değişim katsayısıdır. i değişkenin grubunu, n modeldeki grup sayısını ($i = 1, 2, \dots, n$), t değişkenin ait olduğu zaman kesitini ve T her bir gruba ait zaman uzunluğunu göstermektedir. (Gujarati, 2003, s.640).

Panel veri, kesit verilerle veya zaman serileri ile karşılaştırıldığında bir takım avantajlara sahiptir. Bunlar; (Baltagi, 2005, s.4-9)

- Panel veri setleri, kapsadığı kesitlerin heterojen olduğu bilgisini içerir, yani veri seti heterojenliğe karşı kontrol edilir. Panel veri bireylerin, firmaların, ülkelerin heterojen olduğunu varsayar. Zaman serileri ve yatay kesit verileri bu heterojenliği kontrol etmede yetersiz kaldığı için bulunan sonuçların yanlış olması riskini beraberinde getirir.
- Panel verilerde gözlem sayısının çok olması oluşturulacak regresyon modelinin serbestlik derecesinin yüksek olmasını sağlar.
- Panel veri analizi, zaman serisi ve kesit veri analizlerine göre daha çok değişkenlik arz ettiği için, bu verilerde çoklu bağlantı sorunu daha az olur.
- Panel verilerde gözlem sayılarının fazla olmasının bir diğer faydası da modelde elde edilen sonuçların güvenilirliklerinin yüksek olmasıdır.

- Panel veriler daha karmaşık yapıya sahip ilişkilerin modellenmesine yardımcı olur.
- Zaman serisi ve kesit verileriyle yapılan tahminler için sapma söz konusu olurken, değişkenlerin birim ve zamana bağlı olarak değişir niteliğinin olmadığı bir durumda panel veri kullanımı sapmayı kontrol altına almanızı sağlar.
- Yatay kesit verileriyle tahminler yapılırken sadece birimler arası farklar incelenebilirken panel veriler yardımı ile hem birimler arası hem de zamana bağlı olarak her bir birimin kendi içinde meydana gelen farklılıklar incelenebilir.

Panel veri kullanmanın olumsuz yanı ise benzer zaman periyotlarında farklı birimlerin aynı değişkene ait değerlerinin derlenmesinin güçlüğüdür.

Panel veri modelleri, hata teriminin yapısına bağlı olarak yapılan varsayımlara göre farklı adlar alır. Eğer modelin hata teriminde, regresyonda yer alan bağımsız değişkenlerle kapsanamayan, zamana göre değişmeyen ancak kesitlere özgü özellikleri kapsayan ve bireysel etki adı verilen bir bileşenin yer aldığı varsayılırsa model, tek taraflı hata bileşeni regresyon modeli adını alır. Buna göre, panel veri modeli denklemindeki hata terimi aşağıdaki gibi ifade edilir:

$$e_{it} = \mu_i + v_{it}$$

Burada zamana bağlı olmayan ancak kesitten kesite farklılık gösteren “ μ_i ” bireysel etki olarak isimlendirilirken, “ v_{it} ”nin hem zamana hem de kesite göre değişim gösterdiği varsayılır. Buna göre “ μ_i ” gözlemlenemeyen kesit etkisini gösterir, “ v_{it} ” ise stokastik hata terimini sembolize eder (Yılmaz, 2008, s.100).

Tek taraflı hata bileşeni yukarıda belirtildiği gibi yalnızca kesit etkisi ve stokastik hata teriminden oluşabileceği gibi aşağıda formüle edildiği gibi, gözlemlenemeyen zaman etkisi (λ_t) ve stokastik hata teriminden (v_{it}) de oluşabilir (Yılmaz, 2008, s.100).

$$e_{it} = \lambda_t + v_{it}$$

Regresyonun hata teriminde bireysel etkinin yanı sıra, regresyonda öngörülmeyen, kesitten kesite sabit kalan ancak zaman içinde değişen bir bileşenin de (dönem etkisinin) yer aldığı varsayılıyorsa, modele çift taraflı hata bileşeni regresyon modeli adı verilir. Bu durumda hata teriminin gösterimi aşağıdaki denklemdeki gibi olacaktır;

$$e_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it}$$

Burada “ λ_t ”nın tüm kesitleri etkileyen ve yalnızca belli bir zaman dilimine ait bir değişken olduğu ve modeldeki değişkenlerce ifade edilemediği varsayılır. Yani “ λ_t ” modeldeki gözlemlenemeyen zaman etkisidir (Yılmaz, 2008, s.101).

Tek ve çift taraflı hata terimlerinin regresyon modeline dâhil edilmesine göre modeller sabit etkili ve rassal etkili olmak üzere farklı isimler alır.

Sabit Etkiler Modeli

Eğim katsayılarının değişmediği, sabit katsayıların ise kesit verileri arasında, zaman verileri arasında ya da her iki veri için de değişim gösterdiği modellere sabit etkiler modeli denir. Yani eğer panel değişkenlerde kesitler arasında fark mevcutken zamana bağlı bir farklılaşma söz konusu olmuyorsa bu durumda oluşturulacak regresyon modeli tek yönlü ve kesite bağlı sabit etkiler modeli olur, bunun yerine yalnızca zamana bağlı bir farklılaşma oluşuyorsa buna da tek yönlü zamana bağlı sabit etkiler modeli denir. Sabit terimin kaynağı hem kesitler arası hem de zamanlar arası farklılık ise bu defa da iki yönlü sabit etkiler modeli söz konusu olacaktır.

Panel veri analizlerinde zamanın meydana getirdiği farklılıktan ziyade kesitler arası farklılık daha çok dikkat çektiği için sabit etkiler modelinin genel gösterimi, kesitler

arasındaki farklılığın sabit terimlerdeki farklılıklarda görülebildiğini varsayar (Yılmaz, 2008, s.101). Buna göre yukarıda yer alan denklem aynı zamanda sabit etkili modellerin de genel gösterimini ifade eder.

$$Y_{it} = \alpha + \beta_{1it}X_{1it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + e_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, n$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

Burada $e_{it} \approx IID(0, \sigma_e^2)$ olarak varsayılmaktadır. Yani hata terimlerinin varyansının sıfıra eşit olacak şekilde bağımsız ve özdeş dağıldığı kabul edilir. Ayrıca her bir X_{1it} değeri e_{it} değerinden bağımsızdır.

Rassal Etkiler Modeli

Rassal etkili modellerde kesitlere veya kesitlere ve zamana bağlı olarak meydana gelen değişiklikler modele hata teriminin bir bileşeni olarak dâhil edilir. Böylece sabit etkili modellerde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının da önüne geçilir.

Rassal etkiler modelinde yalnızca gözlenen örneklemdeki kesitler ve zamana göre meydana gelen farklılıkların etkisi değil aynı zamanda örneklem dışındaki etkiler de dikkate alınır.

Rassal etkiler modellerinde kullanılan hata terimi sabit etkili modeldekilerden farklı olarak μ_i değerini içereceğinden rassal etkiler modellerinin genel gösterimi aşağıdaki gibi olacaktır.

$$Y_{it} = \alpha + \beta_{1it}X_{1it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + (\mu_i + v_{it})$$

$$i = 1, 2, \dots, n$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

Burada $v_{it} \approx IID(0, \sigma_v^2)$ ve $\mu_{it} \approx IID(0, \sigma_\mu^2)$ varsayımları geçerlidir.

Sabit Etkiler Modeli ile Rassal Etkiler Modeli Arasında Tercih

Panel veriler kullanılarak gerçekleştirilecek olan ekonometrik ölçümlerde sabit etkiler modelinin mi yoksa rassal etkiler modelinin mi kullanılacağına karar verilirken çeşitli testler uygulanabilir. En yaygın kullanılan yöntem Hausman Model Belirleme Testidir. Hausman test istatistiği “Rassal etkiler tahmincisi doğrudur.” sıfır hipotezi altında k serbestlik dereceli kıkare dağılımını göstermektedir. (Greene, 2004, s.650-651). Yani sıfır hipotezi kabul edilirse rassal etkiler modelinin kullanımı söz konusu olacaktır. Buna göre sıfır hipotezin reddedilmesi ise sabit etkiler modelinin kullanımının gerektiği anlamına gelmektedir.

5.2. Veri ve Yöntem

Yapılan tüm analizlerde, ülkeler Dünya Bankası Atlas Metodu göz önünde bulundurularak gelişmişlik düzeylerine göre gruplanmış ve farklı gelişmişlik düzeyindeki ülke grupları incelenmiştir. Atlas metoduna göre 2010 yılı kişi başı gelir düzeyi 1.006 dolar ile 3.975 dolar arasında olanlar alt-orta gelir grubu, 3.976 dolar ile 12.275 arasında olanlar üst-orta gelir grubu, 12.276 dolar ve üstü olanlar ise yüksek gelir grubu olarak sınıflanır.

Çalışmanın uygulama kısmında STATA 11 programı kullanılarak doğrusal panel veri analizleri yapılmıştır. Modellerde kullanılan değişkenler oran olduğu için doğrusal model tercih edilmiştir. Tahmin edilen modellerin sabit etkili veya rassal etkili olacağına karar vermek için, Hausman Model Tanımlama Testi uygulanmıştır.

Yapılan analizlerde R^2 değerleri genellikle düşüktür. Kurulan modeller bağımsız değişkeni açıklamak için gerekli tüm değişkenleri içeriyor olmasa da analize konu olan değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmektedir. Ülkeleri gruplayarak yapılan literatürdeki benzer çalışmaların da R^2 değerleri düşüktür. Borensztein ve diğerleri

(1998), Carkovic ve Levine (2002), Li ve Liu (2004), Reichert ve Weinhold (2001) bu çalışmalar arasında yer almaktadır.

6. ÜLKE RİSK FAKTÖRLERİNİN DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ BELİRLEYİCİ ETKİSİ

Dördüncü bölümde sermayenin küreselleşmesi ile birlikte ülkeler arasında doğrudan yabancı yatırımların da arttığı görüldü. Bu yatırımlar, yapıldığı ülkeye GSYH’da artış, yeni teknolojiler, yönetsel uzmanlık transferi gibi çeşitli avantajlar sağladığından, ülkeler yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için çeşitli politikalar geliştirmekte ve birbirleriyle rekabet etmektedirler.

Geliştirilen politikaların önemli bir kısmı doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerine odaklanmaktadır. Yatırım koşullarını kolaylaştırmaya yönelik mevzuat düzenlemeleri, vergilendirme koşullarında yapılan değişiklikler, ticari koşulların ve ticari ortamın iyileştirilmesi gibi politikalar bunlara örnektir.

Doğrudan yabancı yatırım politikalarının etkinliğinin artırılabilmesi için bu yatırımların belirleyici unsurlarını analiz etmek gerekir. Bu nedenle, literatürde doğrudan yabancı yatırımların belirleyici unsurlarını değişik koşullarda inceleyen pek çok çalışma yer almaktadır. Bu bölümde bu çalışmalar değerlendirilmekte, belirleyici faktörler açıklanmakta, ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisi üç başlık altında analiz edilmekte ve bu faktörlerin özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı yatırımları belirleyen bir unsur olduğu gösterilmektedir.

Analize konu olan ilk başlık kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Bu kısımda ülke risk faktörü Standard&Poors, Moody’s ve Fitch kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları ile temsil edilmektedir.

İkinci başlık, yatırım yapılabilir seviyenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Bu kısımda yatırım yapılabilir seviye üç kredi derecelendirme kuruluşundan en az ikisinin notunun yatırım eşiğinin üzerinde olması olarak tanımlanmıştır. Bu kısımda yapılan analizde risk durumu yatırım yapılabilir seviyenin

üstüne çıkan ülkelere yönelen doğrudan yabancı yatırımlarda belirgin bir artış olup olmadığı incelenmiştir.

Üçüncü başlık ülke risk priminin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Bu başlık altında ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

6.1. Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Yapılan Çalışmalar

İktisat literatüründe doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini açıklamak üzere yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu ekonomik faktörlerin etkinliği üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu bağlamda, birçok ekonomik değişken ele alınmış olmakla birlikte pazar büyüklüğü, emek maliyeti, ticari engeller, büyüme oranı, dışa açıklık, dış ticaret açığı, döviz kuru ve vergiler literatürde en fazla kullanılan değişkenlerdir.

Bu değişkenler pek çok ampirik çalışmada kullanılmasına rağmen, elde edilen sonuçlar farklılık göstermektedir. Chakrabarti (2001,s.90) söz konusu farklılığın nedeninin çalışmaların teorik bir temele dayanmaması olduğunu söylemiştir.

Chakrabarti (2001, s.91-92) sonuçların çok çeşitli ve çelişkili olduğunu göstermek amacıyla aşağıdaki tabloyu hazırlamıştır. Bu tabloya göre, pazar büyüklüğünün tutarlı bir biçimde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisi vardır. Büyüme oranı ve dışa açıklığındogrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğuna dair bulguların yanında bu parametrelerin etkisinin anlamsız olduğunu gösteren bazı çalışmalar da mevcuttur. Emek maliyeti, ticari engeller, dış ticaret açığı, döviz kuru ve vergilere dair sonuçlar ise çelişkilidir.

Tablodaki faktörlerin yanı sıra; yatırım veren ülke ile ev sahibi ülke arasındaki coğrafi ve kültürel mesafe, yatırım alan ülkenin altyapısı, ekonomik ve politik riskleri gibi

unsurlar da literatürde doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri olarak incelenmiştir. Doğrudan yabancı yatırımların belirleyici faktörleri, aşağıda kısaca özetlenmektedir.

Tablo 7: Çeşitli Çalışmalara Göre Doğrudan Yabancı Yatırım Üzerinde Gözlenen Etki

Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyici Faktörleri	Pozitif	Negatif	Anlamsız
1. Pazar Büyüklüğü	Schmitz ve Bieri (1975) Lunn (1980) Dunning (1980) Root ve Ahmed (1979) Kravis ve Lipsey (1982) Nigh (1985) Schneider ve Frey (1985) Culem (1988) Wheeler ve Mody (1992) Tsai (1994) Shamsuddin (1994)		
2. Emek Maliyeti	Wheeler ve Mody (1992)	Goldsbrough (1979) Saunders (1982) Flamm (1984) Schneider ve Frey (1985) Culem (1988) Shamsuddin (1994)	Gupta (1983) Lucas (1990) Tsai (1994)
3. Ticari Engeller	Schmitz ve Bieri (1972) Lunn (1980)	Culem (1988)	Beurdeau (1986)
4. Büyüme Oranı	Lunn (1980) Schneider ve Frey (1985) Culem (1988)		Nigh (1985) Tsai (1994)
5. Dışa Açıklık	Kravis ve Lipsey (1982) Culem (1988) Edwards (1992)		Schmitz ve Bieri (1972) Wheeler ve Mody (1992)

6. Dış Ticaret Açığı	Culem (1988) Tsai (1994) Shamsuddin (1994)	Torissi (1985) Hein (1992) Lucas (1993)	
7. Döviz Kuru	Edwards (1992)	Froot ve Stein (1991)	Blonigen (1997) Tuman and Emmert(1999)
8. Vergi	Swenson (1994)	Hartman (1984) Grubert and Mutti(1991) Hines ve Rice (1994) Loree ve Guisinger(1995) Cassou (1997) Kemsley (1998) Barrel and Pain (1998) Slemrod (1990)	Wheeler ve Mody(1992) Jackson ve Markowski(1995) Yulin ve Reed (1995)

Kaynak: Chakrabati (2001) ve yazarın düzenlemesi

Pazarın Büyüklüğü: Ev sahibi ülkenin pazar büyüklüğü doğrudan yabancı yatırımların önemli belirleyicilerinden birisidir. Pazar büyüklüğü genellikle ev sahibi ülkenin GSYH'sı ile ölçülür. Bunun yanında ülkenin nüfusu, tüketim harcamaları gibi göstergeler de pazarın büyüklüğünü ölçmek için kullanılır.

Bu konuda yapılan çalışmaların genel kanısı pazar büyüklüğünün doğrudan yabancı yatırım akımlarını hızlandırdığı yönündedir. Piyasa hacmindeki genişleme, ölçek ekonomisinden faydalanmayı ve kaynakların etkin kullanımını sağladığından doğrudan yabancı yatırım üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. (Chakrabarti, 2001, s.96-97)

İşgücü Maliyeti: Doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri arasında en tartışmalı olanı işgücü maliyeti ve işgücü maliyetinin en önemli göstergelerinden biri olan ücretlerdir. 1970'lerden sonra doğrudan yabancı yatırımların ucuz işgücünün sağladığı maliyet avantajlarından yararlanmak için emeğin bol ve ucuz olduğu gelişmekte olan ülkelere yöneldiği ve ucuz işgücünün doğrudan yabancı yatırım için cazibe unsuru olduğu kabul gören bir görüştür.(Chakrabarti, 2001, s.99)

Bununla birlikte, ev sahibi ülkedeki düşük ücret düzeyi, düşük verimlilik ve niteliksiz işgücü istihdamından kaynaklanıyorsa ve doğrudan yabancı yatırım yapan firmalarda ücretler üretim maliyetlerinin küçük bir payını oluşturuyorsa, düşük işgücü maliyeleri, yabancı yatırımcılar için maliyet avantajını ortadan kaldırarak doğrudan yabancı yatırım yapmayı cazip olmaktan uzaklaştırır. (Chakrabarti, 2001, s.99)

Büyüme Hızı: Büyüme hızının doğrudan yabancı yatırımları olumlu etkilemesi beklenir. Çünkü, büyüme potansiyeli fazla olan bir yer, gelecekte yatırımların getirisini arttırabilir. Bu yüzden doğrudan yabancı yatırım ile piyasa büyüme hızı arasındaki ilişki pozitif olmalıdır. Literatürdeki ampirik çalışmalar da beklentiye doğrular niteliktedir. Dolayısıyla, genel olarak piyasanın büyüme hızı ile doğrudan yabancı yatırım arasında pozitif bir ilişkinin varlığı kabul edilebilir. Bu ilişkinin gücü ise ülkenin gelişmişlik durumuna göre farklılaşır. Tsai (1994), büyümenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini incelemiş ve gelişmiş ülkeler için zayıf, az gelişmiş ülkeler için güçlü bir ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmıştır.

Dışa Açıklık: Bir ülkenin dışa açıklık derecesi genellikle, dış ticaret hacmi ile ölçülür. Dış ticaret hacminin formülü şöyledir;

$$\text{Dış Ticaret Hacmi} = [(\text{ihracat} + \text{ithalat})/\text{GSYH}]$$

Yapılan çalışmalarda dışa açıklık derecesinin doğrudan yabancı yatırım üzerinde güçlü bir pozitif etkiye sahip olduğu yönünde sonuçlar elde edilmiştir. Buna göre dışa açıklık derecesi arttıkça ülkeler daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekebilir.

Ticari Engeller: Ticari engeller, yerli yatırımı cesaretlendirmeye çalışan ülkeler tarafından uygulanır. Ticari engellerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde negatif etkisinin olduğu sonucuna varan çalışmaların yanında pozitif etkisinin olduğunu iddia eden çalışmalar da vardır.

Vergi Oranları: Ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlara yönelik uyguladıkları teşvik politikalarının bir parçası vergi avantajlarıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar ile vergi politikaları ilişkisi genellikle Hartman'ın (1981, 1982) çalışmalarına dayandırılır. Hartman (1982) ABD Ekonomik Analiz Bürosunun verilerini kullanarak yaptığı çalışmada verginin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde oldukça güçlü bir etkisi olduğu sonucuna varmıştır.

Boskin ve Gale (1987), yatırımcı firmaları “olgun” (mature firm) ve “olgun olmayan firmalar” (immature firm) olmak üzere ikiye ayırmıştır. Olgun firmalar yatırımlarını ana firmadan destek almadan finanse edebilen firmalarken, olgun olmayan firmalar ise yeni yatırımların finansmanını ana firmaya bağlı olarak yapmak zorunda olan firmalar biçiminde tanımlanmıştır. Dolayısıyla araştırmacılara göre, olgun firmalar yeni yatırım kararlarında ev sahibi ülkedeki vergi politikalarından önemli ölçüde etkilenirler. Olgun olmayan firmalar ise, yeni yatırımların finansmanında ana firmaya bağlı oldukları için, ev sahibi ülkedeki vergi değişikliklerinden daha az etkileneceklerdir. (Boskin ve Gale, 1987, s.204)

Daha sonra, Jun (1990, s.60) vergi politikalarının doğrudan yabancı yatırımları aşağıdaki üç şekilde belirlediğini göstermiştir;

- Kaynak ülkelerin vergi politikalarının doğrudan yabancı yatırımların net getirisi üzerinde doğrudan etkili olduğu
- Kaynak ülkenin vergi politikalarının ulusal yatırımların karlılığını doğrudan etkilerken doğrudan yabancı yatırımların karlılığı üzerindeki etkilerin daha kısmi olduğu
- Ayrıca vergi politikalarının ulusal ve yabancı yatırımların maliyetini kısmen de olsa etkilediği

Jun (1990) çalışmasında vergi oranlarındaki artışın bir ülkeden dışa doğru yapılan doğrudan yabancı yatırımları arttırdığını göstermiştir. Slemrod ise ABD'nin yaptığı doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki vergilendirmenin etkilerini hem ev sahibi ülke

hem de yatırımcı ülke (ABD) açısından incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre her iki taraftaki vergilendirme de doğrudan yabancı yatırımları olumsuz etkilemektedir. (Slemrod, 1990).

Döviz Kuru: Döviz kuru, doğrudan yabancı yatırımları gelir ve maliyet etkisi olmak üzere iki şekilde etkiler. Döviz kurlarının yükselmesi durumunda, üretimi ihracata yönelik olan yatırımcının ulusal girdi kullanımını artırması, yatırımcının ihracatının ve karının artmasına imkan sağlar. Buna gelir etkisi denir ve bu durumda döviz kurunun yükselmesi doğrudan yabancı yatırımları pozitif yönde etkiler. Diğer taraftan döviz kurunun yükselmesi durumunda, ihracata yönelik yatırımcının üretiminde ithal girdi kullanması ve ithal girdi bağımlılığının yüksek olması yatırımcının ihracatının ve karının düşmesine neden olabilir. Buna ise maliyet etkisi denir ve bu durumda döviz kurunun yükselmesi doğrudan yabancı yatırımları negatif yönde etkiler. Döviz kurlarının doğrudan yabancı yatırım üzerindeki net etkisi, gelir ve maliyet etkisinin büyüklüğüne göre değişir. Gelir etkisi maliyet etkisinden büyükse, döviz kurunun yükselmesi doğrudan yabancı yatırımları pozitif, maliyet etkisi gelir etkisinden büyükse negatif yönde etkiler (Chakrabarti, 2003, s.163). Sonuçta, bu konuda yapılan uygulamalı çalışmalarda tam bir fikir birliğine varılamamıştır.

Dış Ticaret Açığı/Ödemeler Dengesi: Doğrudan yabancı yatırımların önemli belirleyicilerinden biri olan dış ticaret açığı ile ilgili olarak kabul edilen hipoteze göre, ticaret fazlası ihracat potansiyeli olan dinamik ve sağlam bir ekonominin göstergesidir ve doğrudan yabancı yatırımları etkiler. (Chakrabarti, 2001, s.100) Bu konuda Hein (1992) tarafından yapılan çalışmalarda ticaret fazlası ile doğrudan yabancı yatırım arasında güçlü bir pozitif ilişkinin bulunduğu belirtilmiştir.

Bununla birlikte dış ticaret açığı veren ülkeler, bu açıklarını kapatabilmek için doğrudan yabancı yatırım çekme konusuna önem vermekte ve bu şekilde makroekonomik istikrar sağlayarak söz konusu dengesizliği ortadan kaldırmaya yönelik politikalar uygulamaktadırlar. Bu çerçevede, Shamsuddin (1994) yaptığı çalışmada ticaret açığının

doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğunu ve ticaret açığı bulunan ülkelerin yabancı yatırımcılara daha fazla esneklik sağladığını belirtmiştir.

Altyapı: Literatürde doğrudan yabancı yatırım ile ilişkisi olabileceği düşünülen diğer bir faktör de ev sahibi ülkenin altyapısıdır. Teorik olarak ev sahibi ülkenin altyapısının iyi olmasının doğrudan yabancı yatırımları olumlu yönde etkileyeceğini öngörülür. Çünkü gelişmiş bir altyapı ulaştırmayı, haberleşmeyi ve enerji ihtiyacını karşılamayı kolaylaştır ve maliyet avantajı sağlar. Ampirik çalışmaların sonuçları da bu yöndedir.

Coğrafi ve Kültürel Mesafe: Yatırım yapan ülke ile ev sahibi ülke arasındaki coğrafi yakınlık taşıma maliyetlerini azaltarak doğrudan yabancı yatırım akışlarında önemli bir pozitif etki yaratır. Aynı şekilde, yatırım projesine ortak olan ülkeler arasındaki kültürel yakınlık da (örneğin; Cezayir'deki Fransız yatırımları, Çek Cumhuriyeti'ndeki Alman yatırımları gibi) ticari işlemleri kolaylaştırır ve belirsizliğin derecesini azaltır. Buna paralel olarak doğrudan yabancı yatırım akışları hız kazanır (Braunstein, 2000).

Ekonomik ve Politik Riskler: Risk sevmeyen yatırımcılar, daha az belirsizliğin hâkim olduğu bir çevreyi tercih ederler. Politik, ekonomik ve sosyal istikrar, yabancı yatırımı belirleyen önemli bir faktördür. Ekonomik ve politik riskleri etkileyen çok sayıda parametre mevcuttur ve bunların tamamını bir ekonometrik modele dahil etmek etkin bir yaklaşım değildir. Çünkü, bu parametreler genellikle birbiriyle bağlantılıdır ve ekonometrik modellere aynı anda dahil edildiklerinde doğrusal bağlantı sorunu ortaya çıkar. Bu nedenle, ekonomik ve politik riskleri belirleyen faktörler genellikle farklı modellerde incelenir. Örneğin, Busse ve Hefeker (2007), politik risklerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen çalışmasında, politik risk unsurlarını farklı modellerde test ederek devletin istikrarı, iç ve dış çatışmalar, yolsuzluk, kanun ve düzen, etnik gerilimler, demokratik hesap verebilirlik ve bürokratik kalitenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu sonucuna varmıştır. Ekonomik ve politik risklerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen bazı çalışmalar aşağıda özetlenmektedir.

Harms (2002), finansal riskin sermaye yatırımları üzerinde önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir. 1987-1995 dönemine ait 55 ülkenin verisini kapsayan panel veri analizinde düşük finansal riskin doğrudan yabancı yatırımları ve portföy yatırımlarını arttırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Karaege (2006), çalışmasında Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımın belirleyicilerini ve gelişmesini araştırmıştır. Karşılaştırmalı vaka araştırması bulgularına dayanarak yapılan analiz, Türkiye’de siyasi ve ekonomik istikrarsızlığın, yasal mevzuatın, idari prosedürlerin ve yolsuzluğun yabancı yatırımcılar için uygun bir yatırım ortamı yaratmaya yönelik önemli engeller olduğunu göstermiştir. Çalışmaya göre, mali tablolarındaki şeffaflık sorunu ve uluslararası muhasebe yönetmeliğinin uygulanmaması şirketler bazında yabancı yatırımlar için önemli engel teşkil etmektedir. 2005 yılı itibariyle Türkiye’de artan doğrudan yabancı sermaye yatırımları Avrupa Birliği ile geliştirilen ilişkilere ve iyi işleyen özelleştirme programına bağlanmıştır.

Türkmen (2006), çalışmasında, tarihsel süreç içinde dünyadaki ve Türkiye’deki yatırım durumunu ve bu alanda yaşanan gelişmeleri incelemiş; Türkiye’nin temel makroekonomik göstergeleri yardımıyla ve uygulanan stratejiler çerçevesinde bir model uygulaması yapmıştır. Uygulama sonuçları dış borçlar, GSYH’daki artış ve politik etkinin doğrudan yabancı yatırım miktarını önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir.

Ekonomik ve politik riskleri ölçmek için kullanılabilecek başka bir yöntem riskleri belirleyen faktörleri kapsayan göstergeler kullanmaktır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları bir ülkenin ekonomik ve politik risklerini kapsayan önemli bir göstergedir. Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin ekonomik, politik ve sosyal durumlarını göz önünde bulundurarak kredi notlarını belirler. Kredi notları doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini inceleyen çalışmalardan sadece birkaç tanesinde kullanılmıştır. Bu göstergelerin portföy yatırımları ve finansal piyasalar üzerindeki etkileri daha yaygın biçimde incelenmiştir. Bu çalışmada, ülke risk faktörlerini ölçmek için kullanılan göstergelerden biri kredi notlarıdır.

Ekonomik ve politik riskleri ölçmek için uluslararası piyasa koşulları tarafından belirlenen risk primleri de kullanılabilir. Bunlar, ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) göstergeleridir. Bu göstergeler, tamamen piyasa koşullarında belirlendiği için ülkenin risk durumunu ölçen rasyonel göstergelerdir. Doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri üzerine bugüne kadar yapılan çalışmalarda bu göstergeler kullanılmamıştır. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak ülke riskini ölçmek için EMBI+ ve CDS göstergeleri de kullanılmaktadır.

6.2. Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Yabancı yatırımcılar, yatırım kararlarını alırken ülkelerin hukuki, politik ve ekonomik risklerini dikkate alırlar. Çünkü bir krizin ya da ülkede yatırım koşullarını etkileyen olumsuzlukların yaşanması durumunda, doğrudan yabancı yatırımcılar ülkeyi hemen terk edemezler. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırımlar ülkenin risklerini de üstlenirler. Bu nedenle, ülkenin risk seviyesi ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasında negatif bir ilişki olması beklenir.

Bu kısımda, söz konusu beklenti ampirik olarak analiz edilmekte, ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırım girişine etki edip etmediği incelenmektedir. Ayrıca, bu etkinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre nasıl farklılaştığı da değerlendirilmektedir.

Çalışmada, ülke risk faktörünü temsil eden göstergelerden ilki, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notlarıdır. Moody's, S&P ve Fitch tarafından ülkelere verilen kredi notlarının doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi incelenmektedir.

Ülke risk faktörünü temsil eden ikinci gösterge yatırım eşiği kukla değişkenidir. Bu değişken tanımlanırken uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notları kullanılmıştır. Üç kredi derecelendirme kuruluşundan en az ikisinin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde ise değişkene 1, değilse 0 değeri verilmiştir. Yatırım yapılabilir eşiğin altındayken üstüne çıkan ülkeler kapsanarak bir ülkenin kredi notlarının yatırım yapılabilir seviyenin üzerine çıkmasının doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisinin olup olmadığı da değerlendirilmiştir.

Ülke risk faktörünü temsil eden diğer gösterge ise gelişmekte olan ülkelerin risk primidir. Kredi temerrüt takası (Credit Default Swap) oranı ve EMBI+ ülke farkı (EMBI+Country Sovereign Spread) risk primi göstergeleridir. Bu göstergeler için yeterli verisi olan ülkeler kapsanarak her bir göstergenin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

6.2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirme, bir borçlunun anapara ve faizden oluşan yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yerine getirip getirememesini ölçen bir sistem olarak tanımlanmıştır. Küreselleşme süreciyle birlikte uluslararası sermaye hareketlerinde yaşanan artış kredi derecelendirme kuruluşlarının rolünü artırmış ve bu kuruluşlar tarafından verilen notlar uluslararası yatırımcılar için önemli bir göstere haline gelmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının geçmişi 1800’lü yıllara kadar uzanır. İlk derecelendirme kuruluşları ABD’de kurulmuştur. Bu kuruluşlar, günümüzdeki gibi büyük ve kurumsal yapıda olmasalar da, o yıllarda kabul görmüşlerdir. Bu alanda atılan ilk adım 1829 yılında “Baring Brothers & Company” adlı firmanın Thomas Wren Ward adında emekli Boston’lu bir tüccarı kredi riski ile ilgili gezici muhabir olarak işe almasıdır (Mukatel, 2006, s.32).

İlk derecelendirme firmasının kuruluşu ABD ekonomisinde 1837 yılında yaşanan kriz sonrasında gerçekleşmiştir. Etkileri uzun yıllar süren bu kriz sonrasında, şirketler verdikleri sözleri yerine getiremez hale gelmiş ve birçok yatırımcı mağdur durumda kalmıştır. İlk kredi derecelendirme kuruluşunu kuran Lewis Tappan bu krizden etkilenen New York’lu bir manifaturacıdır. Kriz sonrası yalnızca kendisi için değerlendirmeler yaparken, 1841 yılında diğer iş adamlarının da ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla Mercantile Agency şirketini kurmuştur. 1859 yılında Robert Dun, Mercantile Agency’i devralarak ilk derecelendirme listesini yayınlamıştır (Cantor ve Packer, 1994, s.1). Şu anda tüm hisseleri New York Borsası’nda işlem gören bu şirket, “Dun and Bradstreet Company” ismi ile bilgiye dayalı yönetim stratejileri alanında faaliyet göstermektedir.⁴

John Moody derecelendirmenin başlaması ve gelişmesine büyük katkı sağlamıştır. 1900’de, yatırımcıların tercihlerini yönlendirmek amacıyla “John Moody & Company” adlı şirketi kurmuş ve “Moody’s’in Endüstriyel ve Muhtelif Menkul Kıymetler Kılavuzu”nu (Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities)

⁴ Şirketin web sitesinde tarihçesi yer almaktadır. <http://www.dnb.com/company/history.html>

yayınlamıştır. Raporda finans kurumları, hükümet kurumları ve üretim sektöründeki firmalarla ilgili bilgi ve istatistiklere yer verilmiştir. 1909 yılında ise demir yolu tahvillerini derecelendirerek ilk kez menkul kıymetlerle ilgili değerlendirme işlemi yapmıştır. Sonraları kamu tahvillerini ve bazı özel şirket tahvillerini içerecek biçimde A,B ve C sembollerini kullanarak firma borcunu derecelendirmiştir (A:En yüksek kalitedeki borç, B:Orta kalitedeki borç, C:Düşük kalitedeki borç). Moody's, 1962 yılında Dun&Bradstreet tarafından satın alınmış, 2000 yılında ise Dun&Bradstreet'e yarı bağlı ayrı bir şirket haline gelmiştir (Hasbi, 2012, s.7).

Moody's derecelendirme şirketinden sonra 1916 yılında Poor's Publishing Company ilk derecelendirme notunu vermiştir. 1922 yılında Standard Statistic Company derecelendirme faaliyetine başlamıştır. 1941'de bu iki derecelendirme kuruluşu birleşerek günümüzde faaliyetlerini sürdürmekte olan Standard and Poor's (S&P) şirketini oluşturmuştur. (Mukatel, 2006, s.34-35).

1913 yılında Fitch Publishing Company adıyla kurulan şirket New York borsasına yönelik finansal istatistik yayınlamaya başlamıştır. Fitch, kısa zaman içinde "Fitch Borçlanma Senedi Kitabı" (Fitch Bond Book) ve "Fitch Hisse Senedi ve Borçlanma Senedi Kılavuzu" (Fitch Stock and Bond Manual) adlı yayınlarıyla piyasada tanınmıştır. Fitch, finansal kıymetlerin analiziyle ilgili taleplerin artması üzerine şimdi çoğu derecelendirme şirketlerinin kullanmakta olduğu "AAA" - "D" arasındaki derecelendirme ölçeğini 1924 yılında piyasaya sunmuştur. (Mukatel, 2006, s.34).

Fitch, daha sonraki yıllarda şirket satın alma ve birleşmeleri yoluyla etkinliğini arttırmıştır. 1932 yılında kurulan Duff and Phelps of Chicago, 2000 yılında Fitch tarafından satın alınmıştır. 1978'de kurulan ve mali kurumların değerlendirilmesi alanında faaliyet gösteren İngiliz şirketi IBCA ise 1992'de Fransız derecelendirme kuruluşu olan Euronatation ile birleşerek Avrupa'nın en büyük ve bağımsız derecelendirme kuruluşu haline gelmiştir. 1997 yılında Fitch IBCA ile birleşerek faaliyet alanını genişletmiştir (Hasbi, 2012, s.8).

1950'lerde derecelendirme kurumları tarafından ihracat yapan şirketler ve bankalar incelenmeye başlanmıştır. 1957 yılında S&P, derecelendirme haricinde en önemli ve tanınan ürünü olan S&P 500 Borsa Endeksi'ni piyasaya sunmuştur. 1960'larda ticari senet piyasasının büyümesi ve belediyelerce ihraç edilen tahvillerin artması derecelendirmenin önemini arttırmıştır. 1970'lerde Moody's'in derecelendirmeleri özel sektör tahvilleri ve banka mevduatlarını da kapsamaya başlamıştır. Bu dönemde Moody's hem yatırımcılardan, hem de derecelendirilen kurumlardan ücret almaya başlamıştır. Sebep olarak, iyice karmaşıklaşan sermaye piyasalarının analizinin doğru yapılması için gerekli olan personel masraflarının, abonelerden alınan ücretlerle karşılanamayacağının anlaşılması gösterilmiştir. 1970'lerde ve 1980'lerde enflasyon, faiz oranları ve kurlar gibi makroekonomik değişkenlerdeki hareketlilik dolayısıyla riskler artmış, derecelendirmeye olan ihtiyaç şiddetlenmiştir. (Mukatel, 2006, s.35)

1980'li yılların başında finansal piyasalarda ortaya çıkan liberalleşme süreci ile yeni finansman tekniklerinin gelişmesi, işlem hacminin artmasına ve kaynak ihtiyacının giderek büyümesine yol açmıştır. Bu dönemde ulusal piyasalar yetersiz gelmeye başlamış ve mevcut fonların sağlıklı olarak yatırımlara yönlendirilmesi ihtiyacı artmıştır. Fonu kullanacak olanlar mali güçlerini fon arzında bulunanlara gösterebilmek için, yatırımcılar da alacakları riski önceden bilmek için tarafsız kişi ve kuruluşlara ihtiyaç duymuşlardır. Bu dönemde S&P, Moody's ve Fitch derecelendirme şirketleri değişik ülkelerde ofisler açarak ve sektördeki diğer şirketlerle birleşerek hızla büyümüşlerdir. (Bostancı, 2012, s.88)

S&P, Moody's ve Fitch şirketleri derecelendirme sektöründe büyük payları olan ve öne çıkan kuruluşlar olsa da günümüzde dünya genelinde yaklaşık 150 tane ulusal, bölgesel veya küresel kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Kredi derecelendirme sektöründeki en büyük kuruluş olan Standard & Poor'sun (S&P) sektör payı %40'dır. S&P'nin ardından %39 pay ile Moody's ve %15 pay ile Fitch gelmektedir. (Bayar ve Kılıç, 2014, s.92-93)

S&P, Moody's ve Fitch ülkelerin kredi notunu belirlerken benzer kriterleri kullanmaktadırlar. Ülke kredi derecelendirme kriterlerini 2011 yılı Haziran ayında güncelleştiren S&P'nin kredi derecelendirme analizleri beş ana faktöre dayanmaktadır. Kuruluşun ülke kredi derecelendirmelerinin temelini oluşturan beş faktör şunlardır; (Standard&Poor's, 2012)

- Politik skorda yansıtılan kurumsal etkinlik ve politik riskler
- Ekonomik skorda yansıtılan ekonomik yapı ve büyüme beklentileri
- Harici skorda yansıtılan harici likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu
- Mali skorda yansıtılan mali performans ve esneklik ile devlet borç yükü
- Parasal skorda yansıtılan parasal esneklik

Moody's kuruluşunun ülke kredi derecelendirme analizi 4 temel faktöre dayanmaktadır. Bunlar; (Moody's, 2013)

- Ekonomik güç
- Kurumsal kapasite
- Mali kapasite
- Olay riskine duyarlılık

Ekonomik güç faktörünü büyüme potansiyeli, ekonomide çeşitlilik, rekabet edebilirlik, milli gelir ve ekonomik ölçek göstergeleri belirler. Ülkenin kurumsal kapasitesi devletin ekonomik büyüme ve refahı artıracak biçimde politika geliştirme ve uygulama kabiliyetidir. Mali kapasite kamu finansmanının genel pozisyonunu ifade eder. Olay riskine duyarlılık ise kamu finansmanına zarar verme potansiyeli olan ani ve büyük olayların yaşanma riskidir.

Fitch ülke kredi notunu belirlerken aşağıdaki dört temel faktörü göz önünde bulundurur; (Fitch, 2012)

- Makroekonomik performans

- Kamu finansmanı
- Harici finansman
- Ekonominin yapısal özellikleri

Makroekonomik performansı etkileyen göstergeler enflasyon, reel büyüme ve reel büyümedeki oynaklıktır. Kamu finansmanı hesaplanırken bütçe dengesi, toplam borçlar, faiz ödemeleri ve döviz cinsinden kamu borcu dikkate alınır. Harici finansmanı ticari mallar konusunda dışa bağımlılık, cari fazla ve net doğrudan yabancı yatırımlar, ülkenin toplam dış borcu ve ülkenin toplam rezervleri belirler. Ekonominin yapısal özellikleri finansal piyasaların borcu, kişi başı GSYH, yönetim, rezerv para durumu ve borç ödemelerinde gecikme göstergeleri kullanılarak hesaplanır.

S&P, Moody's ve Fitch'in ülkelerin kredi notunu belirlerken kullandıkları kurumsal altyapı, politik riskler, temel makroekonomik göstergeler gibi faktörler aynı zamanda literatürdeki pek çok çalışmada doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri olarak da ele alınmıştır. Bu nedenle, ülke kredi notlarının uluslararası yatırımcıların doğrudan yatırım kararlarını etkileme potansiyeli bulunmaktadır.

Kredi notları yerli ve yabancı para cinsinden verilir. Küresel finansal piyasalarda bir ülkenin riskliliğinin göstergesi olarak kabul edilen ve o ülkenin küresel sermayeye ulaşımında belirleyici olan kredi notu, uzun vadeli ve yabancı para cinsinden olanıdır (Kanlı ve Barlas, 2012, s.3). S&P, Moody's ve Fitch tarafından ülkelere verilen uzun vadeli kredi notları ve bu notların açıklamaları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 8:S&P, Moody's ve Fitch Kuruluşlarının Uzun Vadeli Kredi Notları

Moody's	S&P	Fitch	Açıklama
Aaa	AAA	AAA	En yüksek dereceli
Aa1	AA+	AA+	Yüksek dereceli
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Üst orta sınıf

A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Alt orta sınıf
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Yatırım yapılamaz, spekülatif
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Son derece spekülatif
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Önemli riskler
Caa2	CCC		Büyük ölçüde spekülatif
Caa3	CCC-		Kurtarılması beklenen, iflasa yakın
Ca	CC		
	C		
C	D	DDD	İflas
/		DD	
/		D	

6.2.2. Kredi Notunun Etkisi

Literatürde, ülke kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisini analiz eden sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Farklı ülkeleri ve zaman dilimlerini ele alarak yapılan ampirik çalışmalarda ülke kredi notunun doğrudan yabancı yatırımları pozitif yönde etkilediği veya hiç etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu konudaki mevcut çalışmaların sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Bevan ve Estrin (2004) 18 gelişmiş ülkeden, 11 geçiş ekonomisine 1994-2000 yılları arasında gerçekleşen doğrudan yatırımların belirleyici faktörlerini panel veri seti kullanarak incelemiş ve ülke riskinin belirleyici etkisinin anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmada yatırım alan ülkenin risk faktörü göstergesi olarak kredi notları kullanılmıştır.

Walch ve Wörz (2012), Avrupa Birliği'ne 2004 yılında üye olan 10 ülkeye ve Hırvatistan'a doğrudan yabancı yatırım akışının belirleyicilerini, ülkelerin kredi notlarına ve AB üyelik sürecine odaklanarak incelemiştir. Söz konusu ülkelerde, 1995-2011 döneminde, orta düzeydeki kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisinin olduğu, ancak, bu etkinin yüksek düzeydeki kredi notlarında azaldığı tespit edilmiştir.

Emir ve diğerleri (2013), Türkiye ekonomisi için, 1992:1-2010:4 dönemine ait çeyrek dönem verileri kullanarak doğrudan yabancı yatırım ile ülke riski ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi Johansen eş-bütünleşme ve hata düzeltme modeli yardımıyla ekonometrik olarak incelemişlerdir. Ülke riskini ölçmek için S&P kredi notları kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ile ülke riski ve GSYH arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu çalışmada, ülke risk derecesi değişkeni ile doğrudan yabancı yatırım değişkeni arasında kısa ve uzun dönemde farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Ülke riski uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir ancak bu ilişki kısa dönemde gerçekleşmemiştir. Bu durum yabancı

yatırımcıların, ülkenin kredi notu artmasına rağmen, belli bir bekleme sürecinden sonra yatırım kararlarını verdikleri şeklinde yorumlanmıştır. Bu süreç içerisinde ülkenin ekonomik görünümünü takip eden yabancı yatırımcıların, ülkenin almış olduğu derecelendirme sonuçlarının genel ekonomik görünüm ile paralellik gösterip göstermediğine bakıp yatırım kararı verdikleri düşünülmektedir.

Bayar ve Kılıç (2014), Türkiye'nin kredi notları ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasındaki ilişkiyi zaman serileri analizi yaparak incelemişlerdir. Çalışmada, S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarının kredi notları ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yatırımcıların kredi notundaki değişimlere anında tepki vermediği, yatırımı artırma ve azaltma kararlarının not değişikliğinden daha sonra gerçekleştiği gözlemlenmiştir.

6.2.2.1. Veri ve Yöntem

Bu kısımda ülke kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi ampirik olarak analiz edilmektedir. Bu analizin ilk aşamasında kredi notu verileri mevcut olan ülkeleri kapsayan panel veri seti oluşturulmuştur. Ülkelerin bir kısmının kredi derecelendirmesi 90'lı yılların sonunda veya 2000'li yılların başında başladığından mümkün olduğunca fazla sayıda ülkeyi analizlere dahil edebilmek amacıyla kredi notu göstergesini içeren analizler 2000-2012 dönemi için yapılmıştır.

Ülkelerin bazılarında S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarından sadece bir veya iki tanesi tarafından kredi notu verildiği için ülke risk göstergesi olarak hangi kuruluşun notunun kullanıldığına bağlı olarak modellerdeki ülke sayıları farklılaşmaktadır. 2000-2012 döneminde yeterli verisi olan ülkelerin, S&P 86'sı, Moody's 82'si, Fitch ise 67'si için kredi derecelendirmesini yapmıştır. Bu ülkelerin listesi EK 1'de yer almaktadır.

Çalışmanın bu bölümündeki analizlerde aşağıdaki ampirik model tahmin edilmiştir.

$$DYY_{it} = \alpha + \beta_1.RISK_{it} + \beta_2.PAZAR_{it} + \beta_3.BÜYÜME_{it} + \beta_4.AÇIKLIK_{it} + \beta_5.KREDİHACMI_{it} + e_{it}$$

Çalışmada kullanılan bağımlı değişken *DYY*, net doğrudan yabancı yatırım girişlerinin GSYH'ya oranıdır. *RISK* değişkeni yatırım alan ülkeye S&P, Moody's veya Fitch tarafından verilen kredi notunu ifade etmektedir. Aşağıdaki tabloda kredi notlarına çalışma kapsamında verilen değerler yer almaktadır. Kredi notu C ve altı olduğunda 1 değeri verilmiş, bunda sonraki her yüksek kademe için değer 1 puan artırılmıştır. En yüksek kredi notuna ise 17 değeri verilmiştir.

Tablo 9:Kredi Notlarına Çalışma Kapsamında Verilen Değerler

Moody's	S&P	Fitch	Kredi Notu Değeri
Aaa	AAA	AAA	17
Aa1	AA+	AA+	16
Aa2	AA	AA	15
Aa3	AA-	AA-	14
A1	A+	A+	13
A2	A	A	12
A3	A-	A-	11
Baa1	BBB+	BBB+	10
Baa2	BBB	BBB	9
Baa3	BBB-	BBB-	8
Ba1	BB+	BB+	7
Ba2	BB	BB	6
Ba3	BB-	BB-	5
B1	B+	B+	4
B2	B	B	3
B3	B-	B-	2
Caa1	CCC+	CCC	1
Caa2	CCC		
Caa3	CCC-		
Ca	CC		
	C		
C	D	DDD	
/		DD	
/		D	

*RİSK*dışındaki bağımsız değişkenler, literatürde doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi genel kabul görmüş değişkenlerdir. *PAZAR*değişkeni için yatırım alan ülkenin pazar büyüklüğünü gösteren hane halkı tüketimin GSYH'ya oranı kullanılmıştır. *BÜYÜME*değişkeni yıllık GSYH'daki büyümedir. *AÇIKLIK*göstergesi ülkenin ekonomik olarak dışa açıklığını temsil eden ithalat ve ihracat toplamının GSYH'ya oranıdır. Ülkenin finansal altyapısının gelişmişlik düzeyini gösteren *KREDİHACMI* yatırım alan ülkedeki bankaların toplam kredi hacminin GSYH'ya oranıdır.

Çalışmada kullanılan tüm veriler 2000-2012 dönemi için yıllık bazlıdır. S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarının kredi notlarının veri kaynağı Bloomberg veri tabanına dayalı olarak yapılmış hesaplamalardır. Yurt içi bankaların kredi hacmi verilerine Dünya Bankası Küresel Finansal Gelişmişlik veritabanından ulaşılmıştır. Diğer değişkenlere ilişkin veriler Dünya Bankası Kalkınma Göstergelerinden temin edilmiştir.

6.2.2.2. Ampirik Sonuçlar

Ülke riskinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisini değerlendirmek amacıyla S&P, Moody's veya Fitch kuruluşlarının kredi notlarının kullanıldığı farklı modeller tahmin edilmiştir. Tahminler, farklı gelişmişlik düzeylerindeki ülke grupları için tekrarlanarak, ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre söz konusu etkide farklılaşma olup olmadığı incelenmiştir. Tüm modellerde bağımlı değişken doğrudan yabancı yatırım girişinin GSYH'ya oranıdır.

Tablo 10'da risk göstergesi olarak S&P kredi notunun kullanıldığı modeller yer almaktadır. İlk sütundaki modelde farklı gelişmişlik düzeyinde 85 ülkenin verileri kullanılmıştır. İkinci sütundaki model alt-orta gelişmişlik düzeyindeki 15 ülkeyi, üçüncü sütundaki model üst-orta gelişmişlik düzeyindeki 28 ülkeyi, son sütundaki model ise yüksek gelişmişlik düzeyindeki 42 ülkeyi kapsamaktadır. Tablonun son satırında yer

alan Hausman testi sonucuna göre dört modelde de % 5 önem derecesinde rassal etki modelitercih edilmiştir.

Tablo 10: Risk Göstergesinde S&P Kredi Notunun Kullanıldığı Modeller

Bağımsız Değişkenler	Model 1 Tüm Ülkeler	Model 2 Alt Orta GD	Model 3 Üst Orta GD	Model 4 Yüksek GD
S&P Kredi Notu	0.0370 (0.0846)	0.625** (0.295)	0.445*** (0.111)	-0.0405 (0.149)
Büyüme	0.241*** (0.0548)	0.321*** (0.121)	0.201*** (0.0426)	0.166 (0.105)
Hanehalkı Tüketimi	0.0324 (0.0295)	-0.113** (0.0564)	0.138*** (0.0362)	0.0161 (0.0461)
Dış Ticaret Hacmi	0.0641*** (0.00547)	0.0507** (0.0221)	0.0556*** (0.0117)	0.0699*** (0.00585)
Yurt İçi Bankalar Kredi Hacmi	0.0159*** (0.00579)	0.0316 (0.0233)	0.00314 (0.00907)	0.0200*** (0.00775)
Sabit Terim	-5.752** (2.378)	1.103 (4.985)	-13.16*** (3.009)	-4.966 (3.535)
Gözlem Sayısı	1,021	183	338	500
R2	0.3042	0.1829	0.1905	0.3429
Ülke Sayısı	85	15	28	42
Hausman p Değeri	0.1796	0.3454	0.0911	0.7175

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 10'da görüldüğü üzere, alt-orta ve üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde kredi notunun doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlı iken söz konusu etki yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde anlamsızdır. Büyümenin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi alt-orta ve üst-orta gelişmişlik düzeylerinde pozitif ve anlamlıdır. Modelde hane halkı tüketimiyle temsil edilen pazarın etkisi ise sadece üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde pozitif ve anlamlı, alt-orta gelişmişlik düzeyinde negatif, yüksek gelişmişlik düzeyinde ise anlamsızdır. Ülkenin

dışa açıklık düzeyini temsil eden dış ticaret hacminin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi tüm gelişmişlik düzeylerinde pozitif ve anlamlıdır. Yurt içi bankalar kredi hacmi ile temsil edilen ülkenin finansal altyapısı doğrudan yabancı yatırım girişini yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde pozitif yönde etkilerken, söz konusu etki alt-orta ve üst-orta gelişmişlik düzeylerinde anlamsızdır.

Tablo 11’de risk göstergesi olarak Moody’s kredi notunun kullanıldığı modeller yer almaktadır. İlk sütundaki modelde farklı gelişmişlik düzeyinde 82 ülkenin verileri kullanılmıştır. İkinci sütundaki model alt-orta gelişmişlik düzeyindeki 14 ülkeyi, üçüncü sütundaki model üst-orta gelişmişlik düzeyindeki 26 ülkeyi, son sütundaki model ise yüksek gelişmişlik düzeyindeki 42 ülkeyi kapsamaktadır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre ikinci sütunda sabit etki, diğer üç sütunda rassal etki modeli tercih edilmiştir.

Moody’s kredi notunun kullanıldığı modellerde kredi notunun etkisini yansıtan sonuçlar S&P kuruluşunun notunun kullanıldığı modellerdekilere benzemektedir. Buradaki tek fark, S&P kredi notu kullanıldığında alt-orta gelişmişlik düzeyindeki etkinin anlamlılık düzeyi 0,95 iken Moody’s kredi notu kullanıldığında anlamlılık düzeyinin 0,99’a çıkmasıdır. Üst-orta gelişmişlik düzeyinde her iki durumda da anlamlılık düzeyi 0,99’dur. Yüksek gelişmişlik düzeyinde söz konusu etki anlamsızdır.

Moody’s kuruluşunun kredi notunun kullanıldığı modellerde büyümenin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi sadece üst-orta gelişmişlik düzeyinde anlamlıdır, diğer gelişmişlik düzeylerinde etki pozitif yönlü olsa da anlamsızdır. Modelde hane halkı tüketimiyle temsil edilen pazarın etkisi alt-orta ve üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde pozitif ve anlamlı, yüksek gelişmişlik düzeyinde ise negatif yönlü ve anlamsızdır.

Tablo 11: Risk Göstergesinde Moody's Kredi Notunun Kullanıldığı Modeller

Bağımsız Değişkenler	Model 1 Tüm Ülkeler	Model 2 Alt Orta GD	Model 3 Üst Orta GD	Model 4 Yüksek GD
Moodys Kredi Notu	0.0960 (0.0736)	0.721*** (0.127)	0.280*** (0.0993)	0.0761 (0.136)
Büyüme	0.142*** (0.0512)	0.0331 (0.0564)	0.172*** (0.0370)	0.104 (0.104)
Hanehalkı Tüketimi	0.0421 (0.0269)	0.133*** (0.0419)	0.0958*** (0.0334)	0.00202 (0.0433)
Dış Ticaret Hacmi	0.0598*** (0.00580)	0.0361** (0.0146)	0.0401*** (0.0108)	0.0699*** (0.00702)
Yurt İçi Bankalar Kredi Hacmi	0.0116** (0.00538)	0.00473 (0.0121)	-0.00302 (0.00805)	0.0189** (0.00772)
Sabit Terim	-5.778*** (2.172)	-13.29*** (3.345)	-7.257*** (2.726)	-5.347 (3.325)
Gözlem Sayısı	988	171	317	500
R2	0.2430	0.254	0.1591	0.2713
Ülke Sayısı	82	14	26	42
Hausman p Değeri	0.2174	0.0000	0.2846	0.3200

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Ülkenin dışa açıklık düzeyini temsil eden dış ticaret hacminin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi tüm gelişmişlik düzeylerinde pozitif ve anlamlıdır. Yurt içi bankalar kredi hacmi ile temsil edilen ülkenin finansal altyapısı doğrudan yabancı yatırım girişini yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde pozitif yönde etkilerken, söz konusu etki alt-orta ve üst-orta gelişmişlik düzeylerinde anlamsızdır.

Tablo 12’de risk göstergesi olarak Fitch kuruluşunun kredi notunun kullanıldığı modeller yer almaktadır. İlk sütundaki modelde farklı gelişmişlik düzeyinde 66 ülkenin verileri kullanılmıştır. İkinci sütundaki model üst-orta gelişmişlik düzeyindeki 22 ülkeyi, son sütundaki model ise yüksek gelişmişlik düzeyindeki 37 ülkeyi

kapsamaktadır. Alt-orta gelişmişlik grubunda kredi notu mevcut olan az sayıda ülke olduğu için bu grup ayrıca analiz edilmemiştir. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre ikinci sütunda sabit etki, diğer iki sütunda rassal etki modeli tercih edilmiştir.

Fitch kuruluşunun kredi notunun kullanıldığı modellerde kredi notunun etkisini yansıtan sonuçlar S&P ve Moody's kuruluşlarının notunun kullanıldığı modellerdekilere benzemektedir. Her üç durumda da kredi notunun doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi üst-orta gelişmişlik düzeylerinde pozitif ve anlamlı iken, yüksek gelişmişlik düzeyinde anlamsızdır.

Tablo 12: Risk Göstergesinde Fitch Kredi Notunun Kullanıldığı Modeller

Bağımsız Değişkenler	Model 1 Tüm Ülkeler	Model 2 Üst Orta GD	Model 3 Yüksek GD
Fitch Kredi Notu	-0.0715 (0.102)	0.468** (0.189)	-0.0494 (0.177)
Büyüme	0.258*** (0.0610)	0.128** (0.0579)	0.229* (0.124)
Hanehalkı Tüketimi	0.0355 (0.0398)	0.193*** (0.0518)	0.00430 (0.0694)
Dış Ticaret Hacmi	0.0676*** (0.00601)	0.175*** (0.0258)	0.0697*** (0.00688)
Yurt İçi Bankalar Kredi Hacmi	0.0169** (0.00661)	-0.0169 (0.0197)	0.0251*** (0.00886)
Sabit Terim	-5.192* (3.076)	-23.39*** (4.586)	-5.215 (5.145)
Gözlem Sayısı	801	273	440
R ²	0.3151	0.260	0.3382
Ülke Sayısı	66	22	37
Hausman p Değeri	0.3269	0.0000	0.7684

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Fitch kuruluşunun kredi notunun kullanıldığı modellerde büyümenin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi üst-orta ve yüksek gelişmişlik düzeylerinde anlamlıdır. Modelde hane halkı tüketimiyle temsil edilen pazarın etkisi üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde pozitif ve anlamlı yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelere anlamsızdır. Ülkenin dışa açıklık düzeyini temsil eden dış ticaret hacminin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi tüm gelişmişlik düzeylerinde pozitif ve anlamlıdır. Yurt içi bankalar kredi hacmi ile temsil edilen ülkenin finansal altyapısı doğrudan yabancı yatırım girişini yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelere pozitif yönde etkilerken, söz konusu etki üst-orta gelişmişlik düzeyinde anlamsızdır.

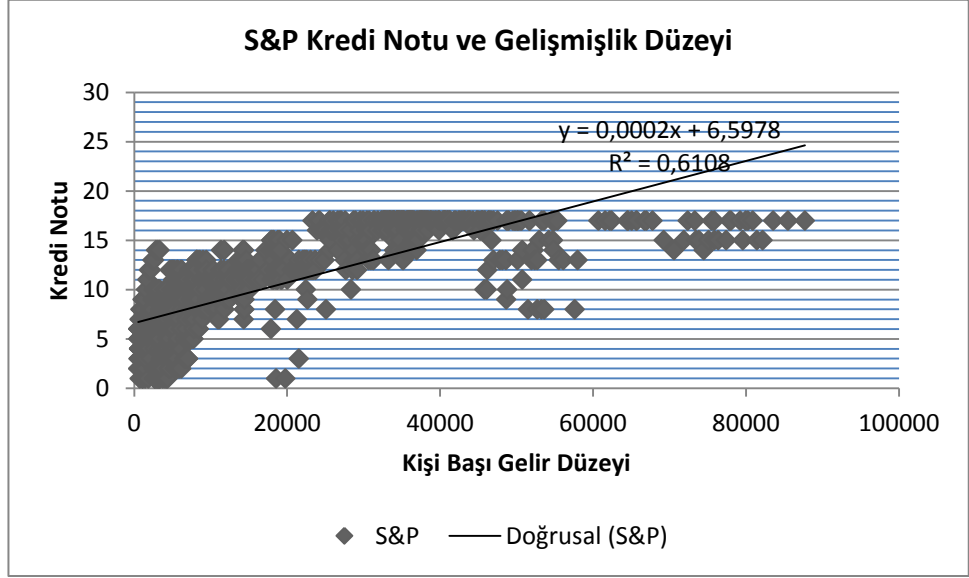
Yukarıdaki modellerden elde edilen bulgular özetlenecek olursa, orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelere kredi notunun ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde anlamlı pozitif etkisinin olduğu söylenebilir. Yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelere ise kredi notunun doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisi yoktur. Orta ve yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkeler arasında kredi notunun doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi açısından farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır.

Yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerin genellikle ekonomik ve siyasi yapıları daha istikrarlı ve kredi notları daha yüksek seviyelerdedir. Bu nedenle yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelere kredi notları ülkelerin risk düzeylerini açıklasa da bu düzeylerin nerdeyse hiç biri yüksek risk anlamına gelmediğinden doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisinin olmaması şaşırtıcı değildir. Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelere kredi notlarının seviyesi daha değişken olabilir. Çünkü bu ülkelerin ekonomik ve siyasi yapıları gelişmiş ülkelere göre daha istikrarsızdır. Bu nedenle yatırımcıların orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelere yönelirken kredi notlarını dikkate almaları beklenen bir sonuçtur.

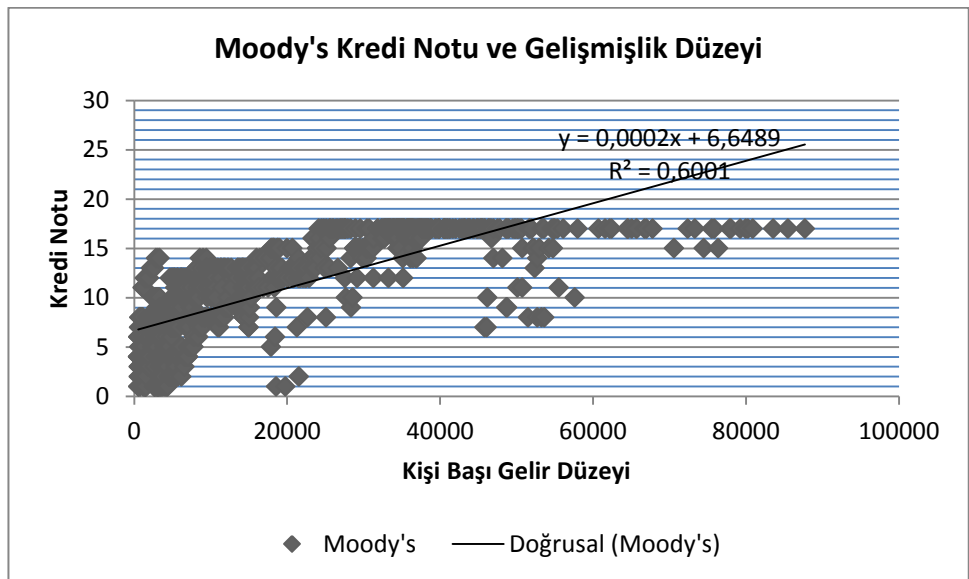
Ülkelerin kredi notları ile gelişmişlik düzeyleri arasındaki ilişki aşağıdaki şekillerde açıkça görülebilir. Bu şekillere göre S&P, Moody's ve Fitch kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları ile bu ülkelerin kişi başı gelir düzeyleri arasında pozitif

ilişki bulunmaktadır. Bu şekillere göre kredi notu yüksek olan ülkelerin aynı zamanda kişi başı gelir düzeyi de yüksektir.

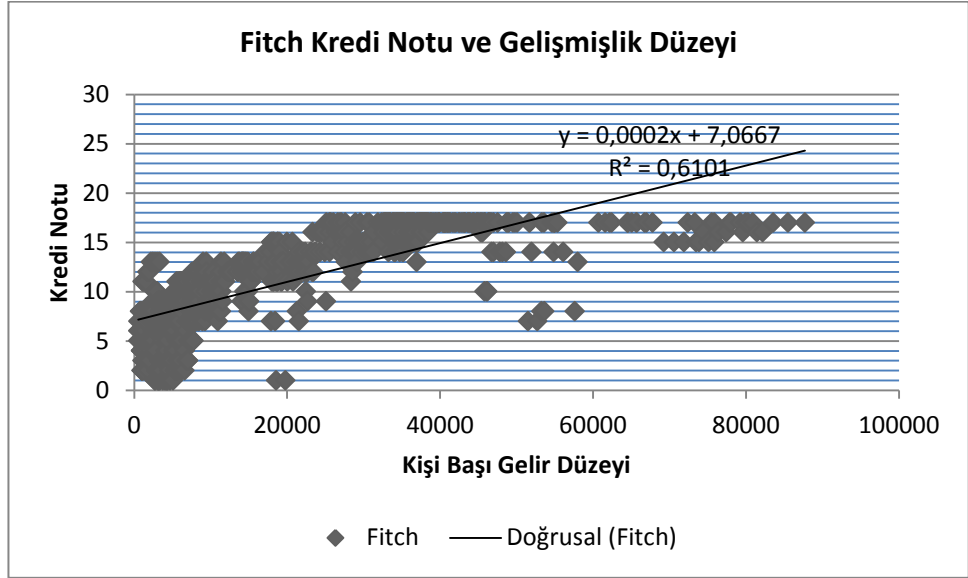
Şekil 19: Ülkelerin S&P Kredi Notu ve Gelişmişlik Düzeyi İlişkisi



Şekil 20: Ülkelerin Moody's Kredi Notu ve Gelişmişlik Düzeyi İlişkisi



Şekil 21: Ülkelerin Fitch Kredi Notu ve Gelişmişlik Düzeyi İlişkisi



6.2.3. Yatırım Yapılabilir Seviyenin Etkisi

Bu kısımda, ülke kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin üstüne çıktığında ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişinin bu durumdan etkilenip etkilenmediği incelenmektedir. Yatırım yapılabilir olarak değerlendirilen kredi notu seviyesi, önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P ve Fitch'in derecelendirme yöntemine göre BBB- ve üstü, Moody's derecelendirme yöntemine göre ise Baa3 ve üstündeki kredi notlarını kapsamaktadır (Kanlı ve Barlas, 2012, s.3).

Küresel finansal piyasalarda, yatırım yapılabilir seviye ile bu seviyenin altındaki kredi notları farklı risk grupları olarak değerlendirilir. Bunun yanı sıra, tabi oldukları yasa ve düzenlemeler, emeklilik ve sigorta fonları gibi birçok uzun vadeli fonu ancak kredi notu yatırım yapılabilir seviyede olan ülkelere yatırım yapabilmesine olanak verir. Bir başka deyişle, kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesi, o ülkeye dair risklilik algılamalarında önemli bir değişime yol açmanın yanı sıra, ülkelerin daha geniş bir potansiyel yatırımcı tabanına sahip olmalarını sağlar. (Kanlı ve Barlas, 2012, s.1)

Ülke kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesiyle birlikte, genel olarak değişen risk algılarının ülkeye yönelen portföy yatırımlarının yanı sıra doğrudan yabancı yatırımları da olumlu yönde etkilemesi beklenir. Ancak, literatürde kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini analiz eden bir çalışma mevcut değildir. Bu konuya dolaylı olarak değinen tek bir çalışmaya rastlanmıştır. Kanlı ve Barlas (2012), 1990 yılından itibaren kredi notu “yatırım yapılabilir” seviyeye yükseltilen ülkelerde finansal ve makroekonomik göstergelerin not artırımının öncesi ve sonrasındaki eğilimleri incelemiştir. Çalışmada ele alınan göstergelerden biri de doğrudan yabancı yatırımlardır. Çalışmanın sonuçları, kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilen ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlarında belirgin bir değişiminin olmadığına işaret etmektedir.

Fitch, 2012 yılının son çeyreğinde Türkiye'nin kredi notunu BB+'dan BBB'-ye yükseltmiştir. Bundan birkaç ay sonra, 2013 yılı içinde Moody's, Türkiye'nin uzun vadeli yabancı para birimi cinsinden kredi notunu bir basamak artırarak, Baa3'e çıkarmıştır. Türkiye'nin kredi notunun yakın geçmişte yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmiş olması nedeniyle bu kısımda yapılan analizlerin konjonktürel önemi de bulunmaktadır. Bu çalışma, kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmesinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen ilk çalışmalardan biridir.

Çalışma kapsamında yatırım yapılabilir seviye, başlıca üç kredi derecelendirme kuruluşundan en az iki tanesinin ülkeye verdiği notun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesi olarak tanımlanmıştır. Bu tanıma göre, 1990-2012 döneminde kredi notu “yatırım yapılabilir” seviyeye yükseltelen ülkeler analize dahil edilmiştir.

S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarından en az ikisinin notu yatırım yapılabilir seviyede ise 1, değilse 0 değeri verilerek yatırım eşiği kukla değişkeni tanımlanmıştır. Yatırım yapılabilir seviyeye denk düşen kredi notları aşağıdaki tablonun son sütununda gösterilmektedir. AAA'dan, BBB-'ye kadar verilen notlar o ülkelerin yatırım yapılabilir ülke olduğunu, daha düşük kredi notları ise yüksek ülke riskini ifade etmektedir.

Tablo 13: Kredi Notlarına Çalışma Kapsamında Verilen Değerler

Moody's	S&P	Fitch	Yatırım Eşiği Kukla Değişkeni
Aaa	AAA	AAA	1 (Yatırım yapılabilir seviyenin üstü)
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	0 (Yatırım yapılabilir)
Ba2	BB	BB	

Ba3	BB-	BB-	seviyenin altı)
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	
Caa2	CCC		
Caa3	CCC-		
Ca	CC		
	C		
C	D	DDD	
/		DD	
/		D	

6.2.3.1. Veri ve Yöntem

Çalışmada 1990-2012 döneminde kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükselen 21 ülke kapsamaktadır. Bu ülkelerin listesi EK 2’de yer almaktadır. Kullanılan tüm veriler yıllık bazlıdır. Kukla değişken tanımlanırken Bloomberg veri tabanından temin edilen S&P, Moody’s ve Fitch kuruluşlarının kredi notları kullanılmıştır. Diğer değişkenlere ilişkin veriler Dünya Bankası Kalkınma Göstergelerinden temin edilmiştir. Çalışmanın bu bölümündeki analizlerde aşağıdaki ampirik modeller tahmin edilmiştir.

$$DYY_{it} = \alpha + \beta_1.KUKLA_{it} + \beta_2.PAZAR_{it} + \beta_3.BÜYÜME_{it} + \beta_4.AÇIKLIK_{it} + e_{it}$$

$$DYY_{it} = \alpha + \beta_1.KUKLA_{i,t-1} + \beta_2.PAZAR_{it} + \beta_3.BÜYÜME_{it} + \beta_4.AÇIKLIK_{it} + e_{it}$$

Çalışmada kullanılan bağımlı değişken *DYY*, net doğrudan yabancı yatırım girişlerinin GSYH’ya oranıdır. *KUKLA*, yatırım alan ülkeye ait yatırım eşiği kukla değişkenidir. Ülkenin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye çıkmasının doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde 1 yıl sonraki etkilerini de incelemek amacıyla kukla değişken ikinci modelde t-1 dönemi için tanımlanmıştır.

KUKLA dışındaki bağımsız değişkenler, literatürde doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi genel kabul görmüş değişkenlerdir. *PAZAR* değişkeni için yatırım alan ülkenin pazar büyüklüğünü gösteren hane halkı tüketimin GSYH'ya oranı kullanılmıştır. *BÜYÜME* değişkeni yıllık GSYH'daki büyümedir. *AÇIKLIK* göstergesi ülkenin ekonomik olarak dışa açıklığını temsil eden ithalat ve ihracat toplamının GSYH'ya oranıdır.

6.2.3.2. Ampirik Sonuçlar

1990-2011 yılları arasında kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükselen ülkeleri kapsayan modeller Tablo 14'de yer almaktadır. Bu tablonun ilk iki sütunundaki modeller 21 ülkeyi kapsamaktadır. Bu ülkelerin 6 tanesi yüksek gelişmişlik, 15 tanesi ise orta gelişmişlik grubunda yer almaktadır. Tablo 14'ün üçüncü ve dördüncü sütunundaki modeller orta gelişmişlik düzeyindeki 15 ülkeyi kapsamaktadır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre analizlerin tamamında sabit etkiler modeli tercih edilmiştir.

Bu modellere göre ülke kredi notunun yatırım yapılabilir eşiğe yükselmesinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi pozitif yönlü ve anlamlıdır. Alt-orta, üst-orta ve yüksek gelişmişlik düzeyindeki toplam 21 ülkeyi kapsayan ilk sütundaki modelde söz konusu etkinin anlamlılık düzeyi 0,90'dır. İkinci sütundaki modelde bu etkinin ülke kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükseldikten sonra bir yıl boyunca korunduğu görülmektedir.

Üçüncü sütundaki orta gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsayan modelde kredi notunun yatırım yapılabilir eşiğe yükselmesinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki pozitif yönlü etkisinin anlamlılık düzeyi 0,90'dır. Dördüncü sütunda bu etkinin bir yıl sonraki anlamlılık düzeylerinin 0,95'e yükseldiği görülmektedir.

Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, kredi notunun yatırım yapılabilir eşiğe yükselmesinin ardından gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım artışının daha uzun bir süreye yayıldığı gözlenmektedir. Doğrudan yabancı yatırım kararı almak ve bu kararı uygulamak zaman aldığı için elde edilen bu sonuç tutarlıdır.

Tablo 14:Yatırım Yapılabilir Seviyenin Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisi

Bağımsız Değişkenler	Model 1 Tüm Ülkeler	Model 2 Tüm Ülkeler	Model 3 Orta GD	Model 4 Orta GD
Yatırım Eşiği Kukla Değişkeni (Gecikmesiz)	1.044* (0.568)		0.942* (0.492)	
Yatırım Eşiği Kukla Değişkeni (1 Yıl Gecikmeli)		1.026* (0.596)		1.226** (0.519)
Büyüme	0.231*** (0.0517)	0.230*** (0.0528)	0.276*** (0.0417)	0.285*** (0.0429)
Hanehalkı Tüketimi	0.146*** (0.0402)	0.141*** (0.0407)	0.149*** (0.0346)	0.154*** (0.0355)
Dış Ticaret Hacmi	0.0839*** (0.0155)	0.0892*** (0.0164)	0.0861*** (0.0163)	0.0867*** (0.0168)
Sabit Terim	-12.40*** (2.938)	-12.39*** (2.996)	-12.41*** (2.672)	-12.84*** (2.789)
Gözlem Sayısı	458	443	332	321
R2	0.146	0.144	0.232	0.228
Ülke Sayısı	21	21	15	15
Hausman p Değeri	0.0390	0.0273	0.0011	0.0000

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

6.2.4. Ülke Risk Priminin Etkisi

Bu kısımda, literatürdeki diğer çalışmalardan farklı olarak, ülke riskinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisini incelerken ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerleri kullanılmıştır. Bu göstergeler piyasa tarafından belirlenen ve ülke riskini rasyonel biçimde ölçen göstergelerdir.

Kredi temerrüt takası (CDS) oranı, bono ihraç eden ülkenin temerrüde düşmesi durumunda, söz konusu varlığı elinde tutanların önceden belirlenmiş bir miktarda tazminlerini sağlamak amacıyla, CDS satıcılarına ödedikleri, yükümlülük tutarının belirli bir yüzdesi olarak hesaplanan yıllık primlerdir. Bu haliyle, CDS işlemi bir sigorta anlaşmasına benzer ve CDS oranları temerrüt riskinin doğrudan bir ölçütüdür. EMBI+ ülke farkı ise söz konusu bono ihraççısı ülkenin borçlanma maliyetinin, riskten bağımsız bir varlığın faizinden farkını gösterir ve kredi riskini dolaylı bir şekilde sunar. Hesaplamalarda, riskten bağımsız varlık olarak genellikle ABD, Almanya gibi ülkelerin hazine tahvil oranları ya da LIBOR, EURIBOR gibi faiz oranları kullanılır. (Akdoğan ve Chadwick, 2012, s.1-2)

6.2.4.1. Veri ve Yöntem

EMBI+ verileri 1997-2012 dönemine, CDS verileri ise 2000-2012 dönemine aittir. Söz konusu dönemlerde analiz için yeterli düzeyde EMBI+ verisi 25 ülke için, CDS verisi ise 34 ülke için mevcuttur. Bu ülkelerin listesi EK 3’de yer almaktadır. Kullanılan tüm veriler yıllık bazlıdır. Bloomberg veri tabanından EMBI+ ve CDS verilerinin ay sonu değerleri temin edilmiş, ay sonu değerlerinin ortalaması alınarak yıllık ortalama risk primi hesaplanmıştır. Diğer değişkenlere ilişkin veriler Dünya Bankası Kalkınma Göstergelerinden temin edilmiştir. Çalışmanın bu bölümündeki analizlerde aşağıdaki ampirik model tahmin edilmiştir.

$$DYY_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot RISKPRİM_{it} + \beta_2 \cdot PAZAR_{it} + \beta_3 \cdot BÜYÜME_{it} + \beta_4 \cdot AÇIKLIK_{it} + e_{it}$$

Çalışmada kullanılan bağımlı değişken *DYY*, net doğrudan yabancı yatırım girişlerinin GSYH'ya oranıdır. *RISKPRİM* değişkeni yatırım alan ülkeye ait EMBI+ veya CDS değerleridir. *RISKPRİM* dışındaki bağımsız değişkenler, literatürde doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi genel kabul görmüş değişkenlerdir. *PAZAR* değişkeni için yatırım alan ülkenin pazar büyüklüğünü gösteren hane halkı tüketimin GSYH'ya oranı kullanılmıştır. *BÜYÜME* değişkeni yıllık GSYH'daki büyümedir. *AÇIKLIK* göstergesi ülkenin ekonomik olarak dışa açıklığını temsil eden ithalat ve ihracat toplamının GSYH'ya oranıdır.

6.2.4.2. Ampirik Sonuçlar

Tablo 15'de ülke risk priminin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisini gösteren modeller yer almaktadır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre analizlerin tamamında rassal etkiler modeli tercih edilmiştir.

İlk sütunda yer alan Model 1'de risk primi göstergesi olarak EMBI+ kullanılmıştır. Orta gelişmişlik düzeyindeki 25 ülkeyi kapsayan bu modelde, ülke riskindeki artışın doğrudan yabancı yatırım girişini negatif yönde etkilediği ve söz konusu etkinin anlamlılık düzeyinin yüzde 99 olduğu görülmektedir.

İkinci, üçüncü ve dördüncü sütundaki modellerde risk primi göstergesi olarak CDS kullanılmıştır. Model 2, 18'i orta, 16'sı yüksek gelişmişlik düzeyinde olan toplam 34 ülkeyi kapsamaktadır. Bu modele göre, ülke risk primindeki artış doğrudan yabancı yatırım girişini olumsuz biçimde etkiler. Söz konusu etkinin anlamlılık düzeyi yüzde 90'dır. Orta gelişmişlik düzeyindeki 18 ülkeyi kapsayan model 3'e göre ülke risk primindeki artışın doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki negatif yönlü etkisinin anlamlılık düzeyi yüzde 95'tir. Yüksek gelişmişlik düzeyindeki 16 ülkeyi kapsayan model 4'e göre ülke risk priminin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi negatif yönlü olmakla birlikte söz konusu etki anlamsızdır.

Tablo 15'e bakarak orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde ülke riskindeki artışın doğrudan yabancı yatırım girişini olumsuz yönde etkilediği ancak yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde ülke riskinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığı söylenebilir.

Tablo 15: Risk Priminin Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisi

Bağımsız Değişkenler	Model 1 Orta GD	Model 2 Tüm Ülkeler	Model 3 Orta GD	Model 4 Yüksek GD
Risk Primi (embi)	-0.000745*** (0.000249)			
Risk Primi (cds)		-0.00133 (0.000963)	-0.00190** (0.000849)	-0.00142 (0.00179)
Büyüme	0.0611* (0.0324)	0.0710 (0.0754)	0.0860 (0.0589)	-0.0930 (0.167)
Hanehalkı Tüketimi	0.0798*** (0.0300)	0.0604 (0.0459)	0.137*** (0.0475)	-0.0265 (0.0741)
Dış Ticaret Hacmi	0.0435*** (0.00962)	0.0583*** (0.0117)	0.0430*** (0.0126)	0.0881*** (0.0177)
Sabit Terim	-4.183* (2.332)	-4.262 (3.114)	-7.541** (3.256)	-1.568 (4.914)
Gözlem Sayısı	368	360	199	161
R2	0.1556	0.1576	0.1805	0.2233
Ülke Sayısı	25	34	18	16
Hausman p Değeri	0.4668	0.6234	0.4629	0.5591

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

6.3. Sonuç

Bu kısımdan elde edilen ampirik bulgular gelişmekte olan ÷lkelerde risk düzeyi ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırım girişine ihtiyaç duyan ve bu yatırımları çekmeye yönelik politikalar geliştiren ÷lkelerde yatırım ortamını iyileştirmeye yönelik önlemlerin önemli bir bileşeni ekonomik ve politik riskleri kontrol altına almak olmalıdır. Çünkü, doğrudan yabancı yatırım kararı alınırken yatırımın gerekleēeēēi ÷lkede yatırımların sonuçlarını olumsuz yönde etkileyecek gelişmelerin yaşanma riskini deēerlendirilir. Yatırımcılar, ekonomik ve politik istikrarın saēlandığı, yasal belirsizliklerin olmadığı, fikri mülkiyet haklarının güvenceye alındığı bir ortama yönelme eğilimdedirler.

7. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİNDE FİNANSAL PİYASALARIN ROLÜ

Tasarruf oranı yetersiz olan ülkelerde yatırımların finansmanı için doğrudan yabancı yatırımların önemli bir araç olduğu düşünülmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yurt içi tasarruflar ödemeler dengesindeki açıkların kapatılması için yetersizdir. Bu nedenle, bu ülkeler yurt dışından sermaye girişine ihtiyaç duymaktadırlar.

Doğrudan yabancı yatırımlar, yurt dışından gelen sermaye yatırımlarının en iyi biçimidir. Çünkü yurt dışından gelen sermayenin diğer biçimi olan portföy yatırımları daha kısa sürelidir ve ülkeyi hızlıca terk edebilirler. Doğrudan yabancı yatırımlar ise daha uzun süreli ve kalıcı yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırımların, ülkeye döviz girişi sağlamanın yanı sıra ithalatı azaltıcı ve üretilen bazı malların ihracatının gerçekleşmesi durumunda ihracatı artırıcı etkileri de ödemeler dengesine olumlu biçimde yansıyabilir.

Doğrudan yabancı yatırımların, ev sahibi ülkenin sermaye birikimine katkıda bulunmanın yanı sıra ülkenin teknolojik seviyesinde ilerleme yaratma potansiyeli de mevcuttur. Neoklasik büyüme modeline göre, doğrudan yabancı yatırımların ev sahibi ülkedeki yatırımın hacminde ve etkinliğinde artış yaratarak ekonomik büyümeyi etkilemesi beklenir. İçsel büyüme modellerine göre doğrudan yabancı yatırımlar yatırımın yöneldiği ülkelerde teknolojik yayılma etkisi yaratarak büyümeyi hızlandırır. Romer (1993, s.548) zengin ve fakir ülkeler arasında bilgi farkları olduğundan, doğrudan yabancı yatırımların gelişmiş ülkelere teknoloji ve ticari birikim transferi sağlayacağını iddia etmiştir. Söz konusu transferlerin yerel firmaların üretkenliğini artıran yayılma etkilerinin olması muhtemeldir. Çok uluslu şirketler teknolojinin, bilginin ve yeni fikirlerin yayılmasını sağlayan önemli bir kanaldır. (Barrel ve diğerleri, 1997, s.1770) Bu şirketlerin yatırımları sayesinde, ev sahibi ülkenin üretiminde verimlilik ve rekabet artışı gerçekleşebilir.

Doğrudan yabancı yatırımların sermaye birikimine ve teknolojik yapıya katkıda bulunma potansiyeli olduğu için büyüme üzerinde de olumlu etkiler yaratması beklenir. Teorik olarak doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratması muhtemelse de ampirik çalışmalar doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkilerine dair birbirinden farklı sonuçlara ulaşmışlardır. (Li ve Liu, 2004, s.393-395) Aşağıdaki kısımda, bu konuda yapılan çalışmaların ulaştığı sonuçlar özetlenmektedir.

7.1. Literatür Özeti

Ampirik çalışmaların önemli bir kısmı doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğunu göstermektedir. Wang (2009), Li ve Liu (2004) pozitif etkiyi ortaya koyan çalışma örnekleridir. Wang (2009), çalışmasında kuruluş türlerine göre doğrudan yabancı yatırımları ele almıştır. 12 Asya ülkesinin 1987-1997 yılları arasındaki verilerini kullanmıştır. Bu çalışma, imalat sanayindeki doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye katkılarının olumlu olduğu sonucuna varmıştır. Li ve Liu (2004) 1970-1999 dönemine ait verilerle 84 ülkeyi kapsayan çalışmada doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde belirgin bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Ampirik çalışmaların bir kısmı doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde belirgin bir etkisinin bulunmadığını ortaya koymaktadır. Örneğin, Ericsson ve Irandoust (2001), Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç'i kapsayan verilerle doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu çalışmada, Danimarka ve Finlandiya için, doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme arasında ilişkiye rastlanmamıştır.

Bazı çalışmalar doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde negatif etki yarattığı sonucuna ulaşmıştır. Mencinger (2003), 1994-2001 döneminde AB adayı 8 ülke için doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar ile büyüme arasında güçlü bir negatif ilişkinin varlığı gözlenmiştir. Bu sonuç, doğrudan yabancı yatırımların biçimi ile

açıklanmaktadır. Gözlemlenen dönemde, doğrudan yabancı yatırımlar devralma şeklinde gerçekleşmiştir. Bu devralmalardan elde edilen hasılat ise tüketim ve ithalatta kullanılmıştır. Bu yüzden ülkeye ne kadar çok doğrudan yabancı yatırım gelirse cari açık ve dış borçlar da o kadar artmıştır. Yatırım alan ülkelerin küçük olması ve yatırımların ticaret ve finans faaliyetlerine yoğunlaşması doğrudan yabancı yatırımların yayılma etkisini zayıflatabilir.

Yapılan çalışmaların yöntemlerinin, kapsanan ülkelerin veya dönemlerin farklılaşması bu alandaki çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmasına yol açmış olabilir. Ampirik çalışmaların sonuçlarındaki farklılıklar, doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinde başka parametrelerin de belirleyici olabileceğini düşündürmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin yönü ve boyutunu belirleyen önemli iki faktör şunlardır;

- Doğrudan yabancı yatırımların amacı ve biçimi
- Yatırım alan ülkenin koşulları

Bu faktörlere bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımlar ev sahibi ülkelerde olumlu etkiler yaratabildiği gibi etkileri olumsuz da olabilir. Usha ve Weinhold (2001) 24 gelişmekte olan ülkede, 25 yıllık bir dönemde doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkilerini incelemiş ve söz konusu etkinin ülkeden ülkeye değiştiği sonucuna ulaşmıştır.

Bu noktada değinilmesi gereken ilk konu doğrudan yabancı yatırımların hacminden çok amacının ve biçiminin önemli olduğudur. Örneğin, imalat sanayine yönelen doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin doğal kaynak arayan yatırımlardan daha büyük olması beklenir. Benzer biçimde, üretime yönelik yeni tesis kurmayı amaçlayan yatırımların büyüme üzerindeki olumlu etkisi satın alma ve birleşmeler yoluyla gerçekleşen yatırımlardan daha fazladır. Doğrudan yabancı yatırımların yöneldikleri ülke sadece pazar olarak değil, daha ziyade bir üretim mekanı olarak

seçilmişse ve söz konusu üretimden uluslararası satışlar gerçekleşmekteyse, ev sahibi ülkenin ihracat miktarında artış yaşanması beklenir.

Doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde yatırım alan ülkenin koşullarının rolünü inceleyen çalışmalar genellikle ülke koşullarının önemli olduğunu göstermektedir. Zhang (2001), Batı Asya ve Latin Amerika'dan 11 ülkeyi kapsayan çalışmasında doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin serbest ticaret politikası, eğitim ve beşeri sermaye koşulları, makroekonomik istikrarın sağlanması, ihracata yönelik yabancı yatırımların teşvik edilmesi gibi ev sahibi ülkeye özgü koşullara bağlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Yatırım alan ülkedeki rekabet koşulları da doğrudan yabancı yatırımların olumlu veya olumsuz sonuçlar yaratmasına yol açabilir. Doğrudan yabancı yatırım yapan büyük ölçekli firmalar, küçük ölçekte üretim yapan yerli firmaları daha fazla rekabet etmeye zorlar. Söz konusu rekabet ortamında yerli firmaların bir kısmı teknolojik seviye ve bilgi birikimini artırma anlamında güçlenebilir. Ancak eksik rekabet ortamında yerli sanayinin yabancı yatırımlarla rekabet etmekte zorlanması ve zarar görmesi mümkündür.

Doğrudan yabancı yatırımların aynı anda yerel firmaların bazılarını olumlu, bazılarını ise olumsuz etkilediği gözlenmiştir. Örneğin, yatırımın yöneldiği sektördeki yerel firmalar için pazar payının azalması ve rekabet artışı nedeniyle kar oranlarında düşüş gözlemlenirken, söz konusu sektörün tedarikçi firmalarının karları artabilir. Daha da önemlisi, doğrudan yabancı yatırımlar tedarikçi yeni firmaların kurulmasını sağlayabilir. (Markusen ve diğerleri, 1999, s.12) Bu sayede, doğrudan yabancı yatırımlar sanayinin gelişmesine katkıda bulunur.

Firma bazında inceleme yapan mikro çalışmalar doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pek çok faktöre bağlı olduğunu ve ülkeden ülkeye farklılaştığını göstermektedir. Harrison (1995) Fas ve Venezüella'da yabancı sermayeli şirketlerin yerli firmalara göre daha üretken olduğunu sonucuna ulaşmıştır.

Ancak, Venezüella’da çok uluslu şirketlerin yerli firmaların pazar payını azaltarak bu firmaların üretkenliğini azalttığını da belirtmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımların olumlu veya olumsuz sonuçlar yaratmasına yol açan başka bir faktör ülkede uygulanan politikalardır. Balasubramanyam ve diğerleri (1996), doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin ihracatı teşvik eden ülkelerde ithal-ikameci politika benimseyen ülkelere göre daha önemli olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Doğrudan yabancı yatırımların olumlu ekonomik etkilerinin açığa çıkmasında yatırım alan ülkenin altyapı koşulları da rol oynar. Çünkü, doğrudan yabancı yatırımlarla birlikte ülkeye gelen yeni teknolojilerin, bilgi ve becerilerin ev sahibi ülkede yayılabilmesi için beşeri sermaye, teknolojik birikim, finansal gelişmişlik gibi alanlarda yeterli altyapıya sahip olması gerekir. Yapılan araştırmalara göre ileri teknolojiye dayalı yatırımlarda, teknolojik bilginin yayılabilmesi için ev sahibi ülkedeki altyapı unsurları yeterli düzeyde olmalıdır. (Borensztein ve diğerleri, 1998,s.117,123)

Borensztein ve diğerleri (1998), doğrudan yabancı yatırımların teknoloji transferi için önemli olduğunu ve doğrudan yabancı yatırımlar ile beşeri sermayenin büyüme üzerinde birbirlerini tamamlayıcı etkileri olduğunu göstermektedir. Bu çalışmaya göre, ülkedeki beşeri sermaye belli bir eşik değerin üzerindeyse doğrudan yabancı yatırımlar büyümeye yurtiçi yatırımlardan daha fazla katkı sağlar. Beşeri sermaye düzeyi belli bir seviyenin altında olan ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırım artışının büyüme ile ters yönlü ilişkisi olduğu görülmüştür.

Li ve Liu (2004), doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde doğrudan bir etkinin yanı sıra çeşitli göstergelerle etkileşim yaratarak dolaylı etkiler de yarattığı sonucuna ulaşmıştır. Örneğin, doğrudan yabancı yatırımlar ile beşeri sermayenin etkileşimi büyüme üzerinde olumlu etki yaratırken yatırım alan ülkenin teknolojik açığı ile doğrudan yabancı yatırımların etkileşimi büyümeyi olumsuz etkiler.

Durham (2004) doğrudan yabancı yatırımların ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini 1979-1998 dönemine ait 80 ülkenin verisini kullanarak incelemiştir. Bu çalışmada doğrudan yabancı yatırımların veya portföy yatırımlarının büyüme üzerinde doğrudan bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılammıştır. Ancak, bu çalışmada ortaya koyulan bazı veriler ev sahibi ülkelerin kurumsal ve finansal gelişmişliğinin yabancı yatırımların olumlu etkilerinin ortaya çıkması için önemli olduğu görüşünü desteklemektedir.

Hermes ve Lensink (2003, s.153-155) doğrudan yabancı yatırım alan ülkelerde gelişmiş bir finansal sistemin varlığının, bu yatırımların büyüme üzerindeki olumlu etkisi için önemli bir önkoşul olduğunu iddia etmektedir. Gelişmiş bir finansal sistem, kaynakların etkin dağılımını sağladığı için, doğrudan yabancı yatırımlara eşlik eden teknolojinin yayılma sürecine olumlu yönde katkı yapmaktadır. Çünkü, doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki olumlu etkisi, yatırım alan ülkenin bu yatırımları sindirme kapasitesinin yeterli olmasına bağlıdır. Çalışma, doğrudan yabancı yatırımlar ile büyüme arasındaki ilişkide finansal sistemin rolünü ampirik olarak analiz etmiştir. 67 ülkeden oluşan veri seti içindeki 37 ülkede doğrudan yabancı yatırımların büyümeyi olumlu yönde etkileyecek seviyede gelişmiş finansal yapıları olduğu sonucuna varılmıştır. Bu ülkelerin çoğu Latin Amerika ve Afrika ülkesidir.

Alfaro ve diğerleri (2010) doğrudan yabancı yatırımlar, finansal piyasalar ve büyüme arasındaki çeşitli ilişkileri incelemiştir. Çalışmanın teorik kısmında, ekonomideki ajanların sadece iki alternatifinin olduğu varsayımı altında bir piyasa modellenmiştir. Bu alternatifler, doğrudan yabancı yatırım yapmış yabancı bir firmada çalışmak ya da kendi firmasını kurarak doğrudan yabancı yatırımın dışsal etkilerinden faydalanmaktır. Firma kurmak, finansal piyasalardan kredi alma ihtiyacı yaratır. Bu senaryoya göre, gelişmiş finansal piyasaların varlığı durumunda girişim başlatmak daha kolaydır. Çalışmanın ampirik sonuçları doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye önemli katkısı olduğunu göstermiştir. Ancak, pozitif etkinin gerçekleşmesi için finansal piyasaların belli bir gelişmişlik düzeyine ulaşmış olması gerekmektedir.

Alfaro ve diğerleri (2004) ekonomik kalkınma ile doğrudan yabancı yatırımların ilişkisinde finansal piyasaların rolünü inceledikleri çalışmalarında, daha iyi finansal piyasaların doğrudan yabancı yatırımların dışsalılık ve yayılma etkilerini artıracağını ve bunun da daha iyi büyüme performanslarına yansıtacağını ileri sürmüşlerdir. Finansal piyasaların gelişmişliği doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki olumlu etkilerini ortaya çıkarmada kilit rol oynar. Çalışmanın sonucunda finansal piyasaların gelişmişliğinin doğrudan yabancı yatırımların dışsalılık ve yayılma etkilerini artırdığı, bu durumun da doğrudan yabancı yatırım alan ülkelerde ekonomik büyümeye katkı sağladığı ileri sürülmüştür. Finansal piyasaların iyi işlemediği bir ülkede ise doğrudan yabancı yatırımlardan tam anlamıyla yararlanmanın zor olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle özellikle finansal anlamda yerel koşulların gelişmesinin doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye olumlu etkilerini ortaya çıkarmada önemli olduğu vurgulanmıştır.

7.2. Veri ve Yöntem

Bu kısımda doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinde finansal piyasaların rolü ampirik olarak analiz edilmektedir. Analizde kullanılan model Sala-i-Martin (1997) tarafından büyümeyi açıklamada çeşitli faktörlerin etkisini ölçmek amacıyla geliştirilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinde çeşitli altyapı faktörlerinin etkisini analiz eden çalışmaların önemli bir kısmı bu modele dayanmaktadır. Alfaro ve diğerleri (2004) ile Hermes ve Lensink'in (2003), bir önceki kısımda açıklanan çalışmalarında da kullanılan bu model şöyledir:

$$BÜYÜME = \alpha + \beta_{i,j} \cdot I + \beta_{m,j} \cdot M + \beta_{z,j} \cdot Z + e$$

Bu modelde yer alan I, M ve Z değişkenlerden oluşan vektörlerdir. e ise hata terimidir. I vektöründe literatürde ekonomik büyümeyi açıkladığı genel kabul gören değişkenler yer almaktadır. M vektörü büyüme üzerindeki etkisi incelenen değişkenleri

kapsamaktadır. Ekonomik büyümeyi açıklamada kullanılan ve modelde kontrol edilmek istenen göstergeler ise Z vektöründe bulunmaktadır.

Bu çalışmada kullanılan modelin daha açık biçimi şöyledir:

$$BÜYÜME_{it} = \alpha + \beta_1.BAŞLANGIÇGSYİH_{it} + \beta_2.DYY_{it} + \beta_3.(DYY.FİNANS)_{it} \\ + \beta_4.FİNANS_{it} + \beta_5.KONTROL_{it} + e_{it}$$

Modelde kullanılan bağımlı değişken $BÜYÜME$, kişi başı GSYH yıllık büyüme oranıdır. $BAŞLANGIÇGSYİH$, söz konusu yıla ait 2005 yılı fiyat düzeyine göre sabit GSYH değeridir. DYY , net doğrudan yabancı yatırım girişlerinin GSYH'ya oranıdır. $FİNANS$ göstergesi finansal piyasaların gelişmişlik düzeyini ölçmektedir. Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyini ölçmek için farklı modellerde dört farklı gösterge kullanılmıştır. Bunlardan iki tanesi bankacılık sektörü ile iki tanesi ise menkul kıymetler borsası ile ilgilidir. Söz konusu göstergeler şunlardır;

- Özel sektöre verilen kredi miktarının GSYH'ya oranı
- Banka aktiflerinin GSYH'ya oranı
- Borsa işlem hacminin toplam hisse değerine oranı
- Borsadaki şirketlerin değerinin GSYH'ya oranı

Modelde $KONTROL$ değişkenleri olarak iki gösterge kullanılmıştır. Bunlardan biri yurtiçi tasarruflar, diğeri ise enflasyondur.

Analizde kullanılan tüm veriler yıllık bazlıdır ve 1990-2012 dönemine aittir. Bu kısımdaki analizlere dahil olan ülke sayısı 97'dir. Bunların 24'ü alt-orta, 32'si üst-orta, 41'i ise yüksek gelişmişlik düzeyindedir. Bu ülkelerin listesi EK 4'te yer almaktadır. Analizde kullanılan verilerin kaynağı Dünya Bankasına ait Kalkınma Göstergeleri ve Küresel Finansal Gelişmişlik veritabanlarıdır.

7.3. Ampirik Sonuçlar

Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye etkisinde finansal piyasaların rolünü incelemek amacıyla yapılan analizlerin sonuçları ve yorumlar bu bölümde sunulmaktadır. Yapılan analizlerde finansal piyasaların gelişmiş olmasının doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisini artırıp artırmadığı test edilmektedir.

Finansal piyasaların gelişmişliğini ölçmek için birbirinden farklı göstergeler kullanılmıştır. Bu göstergeler bankacılık sektörü veya menkul kıymetler borsası ile ilgili olanlar biçiminde iki gruba ayrılabilir. Böylece, bankacılık sektörünün gelişmiş olmasının doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisi açısından önemi ile menkul kıymetler borsasının gelişmiş olmasının doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisi açısından önemi farklı modellerde test edilmiştir. Analizler yapılırken ülkeler iki farklı gelişmişlik düzeyine göre gruplanmış ve ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre sonuçların değişip değişmediği de incelenmiştir.

Bankacılık Sektörünün Gelişmiş Olmasının Doğrudan Yabancı Yatırımların Büyümeye Etkisi Açısından Önemi

Tablo 16’da finansal gelişmişlik düzeyi özel sektöre verilen kredi miktarının GSYH’ya oranı ile ölçülmektedir. Bu tablodaki analiz üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsamaktadır. Tablodaki modellerde bağımlı değişken kişi başı GSYH büyüme oranıdır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre tüm sütunlarda sabit etkiler modeli kullanılmıştır.

Model 1’de GSYH seviyesinin, özel sektöre verilen kredi miktarının ve doğrudan yabancı yatırım girişinin büyüme üzerindeki etkisi gözlenmektedir. Model 2’de doğrudan yabancı yatırımlar ile özel sektöre verilen kredi miktarının etkileşimini gösteren “*DYY*Kredi Miktarı*” değişkeni modele eklenmiştir. Bu değişkenin etkisinin

pozitif yönlü ve anlamlı olması özel sektörün krediye erişiminin doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisini artırdığını göstermektedir.

Model 3 ve 4’de kontrol değişkenleri olan yurt içi tasarruflar ve enflasyon eklenmiştir. Bu değişkenler kontrol altındayken sonucun değişmediği, üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde özel sektöre verilen kredilerle birlikte doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki olumlu etkisinin arttığı görülmektedir.

Tablo 16: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Kredi Miktarı ile Ölçüldüğü Modeller (Üst Orta Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı)

Bağımsız Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GSYH	0.00179*** (0.000229)	0.00171*** (0.000231)	0.00136*** (0.000237)	0.00131*** (0.000246)
Kredi Miktarı	-0.0965*** (0.0144)	-0.106*** (0.0150)	-0.106*** (0.0146)	-0.103*** (0.0145)
DYY	0.180*** (0.0422)	0.0951* (0.0570)	0.162*** (0.0566)	0.144*** (0.0556)
DYY*Kredi Miktarı		0.00293** (0.00132)	0.00231* (0.00129)	0.00292** (0.00127)
Yurtiçi Tasarruflar			0.206*** (0.0305)	0.197*** (0.0309)
Enflasyon				-0.00174*** (0.000434)
Sabit Terim	-0.816 (0.800)	-0.230 (0.840)	-3.737*** (0.978)	-3.106*** (0.976)
Gözlem Sayısı	691	691	681	641
R2	0.127	0.133	0.190	0.219
Ülke Sayısı	32	32	32	32
Hausman p Değeri	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 17’deki analiz yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsamaktadır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre tüm sütunlarda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Bu tabloda bir önceki tabloda olduğu gibi finansal gelişmişlik düzeyi özel sektöre verilen kredi miktarının GSYH’ya oranı ile ölçülmektedir. Tablo 17, yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde özel sektöre verilen kredi miktarının doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinde rol oynamadığını göstermektedir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre sonuçlar farklılaşmaktadır.

Tablo 17:Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Kredi Miktarı ile Ölçüldüğü Modeller (Yüksek Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı)

Bağımsız Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GSYH	0.000181*** (3.70e-05)	0.000172*** (3.76e-05)	0.000182*** (3.84e-05)	0.000158*** (3.83e-05)
Kredi Miktarı	-0.0378*** (0.00406)	-0.0353*** (0.00448)	-0.0354*** (0.00455)	-0.0362*** (0.00450)
DYY	0.0452*** (0.0172)	0.0945** (0.0405)	0.0773* (0.0400)	0.0648 (0.0396)
DYY*Kredi Miktarı		-0.000364 (0.000271)	-0.000277 (0.000268)	-0.000196 (0.000265)
Yurtiçi Tasarruflar			0.0414** (0.0201)	0.0464** (0.0207)
Enflasyon				-0.0864*** (0.0236)
Sabit Terim	0.330 (0.806)	0.285 (0.807)	-0.913 (0.872)	-0.00321 (0.904)
Gözlem Sayısı	859	859	847	831
R2	0.100	0.102	0.109	0.123
Ülke Sayısı	41	41	41	41
Hausman p Değeri	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 18’de finansal gelişmişlik düzeyi banka aktiflerinin GSYH’ya oranı ile ölçülmektedir. Bu tablodaki analiz üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsamaktadır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre tüm sütunlarda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. “*DYY*Banka Aktifleri*” değişkeninin etkisinin pozitif yönlü ve anlamlı olması özel sektörün krediye erişiminin doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisini artırdığını göstermektedir. Model 3 ve 4’de kontrol değişkenleri eklendiğinde sonucun değişmediği görülmektedir.

Tablo 18: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Banka Aktifleri ile Ölçüldüğü Modeller (Üst Orta Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı)

Bağımsız Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GSYH	0.00229*** (0.000246)	0.00223*** (0.000248)	0.00173*** (0.000253)	0.00164*** (0.000249)
Banka Aktifleri	-0.122*** (0.0146)	-0.131*** (0.0153)	-0.126*** (0.0149)	-0.131*** (0.0146)
DYY	0.134*** (0.0401)	0.0582 (0.0546)	0.109** (0.0535)	0.0885* (0.0527)
DYY* Banka Aktifleri		0.00255** (0.00125)	0.00240** (0.00121)	0.00272** (0.00119)
Yurtiçi Tasarruflar			0.194*** (0.0299)	0.201*** (0.0294)
Enflasyon				-0.00188*** (0.000406)
Sabit Terim	-0.982 (0.836)	-0.445 (0.875)	-3.329*** (0.962)	-2.755*** (0.953)
Gözlem Sayısı	602	602	597	597
R2	0.178	0.184	0.241	0.269
Ülke Sayısı	32	32	32	32
Hausman p Değeri	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 19'daki analiz yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsamaktadır. Bu tabloda bir önceki tabloda olduğu gibi finansal gelişmişlik düzeyi banka aktiflerinin GSYH'ya oranı ile ölçülmektedir. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre tüm sütunlarda sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde banka aktiflerinin GSYH'ya oranının doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinde rol oynamadığı görülmektedir.

Tablo 19: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Banka Aktifleri ile Ölçüldüğü Modeller (Yüksek Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı)

Bağımsız Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GSYH	0.000179*** (3.67e-05)	0.000169*** (3.71e-05)	0.000174*** (3.78e-05)	0.000152*** (3.75e-05)
Banka Aktifleri	-0.0404*** (0.00436)	-0.0367*** (0.00487)	-0.0370*** (0.00491)	-0.0385*** (0.00485)
DYY	0.0437** (0.0178)	0.113** (0.0445)	0.0924** (0.0441)	0.0715 (0.0437)
DYY* Banka Aktifleri		-0.000516* (0.000303)	-0.000401 (0.000300)	-0.000268 (0.000297)
Yurtiçi Tasarruflar			0.0366* (0.0214)	0.0440** (0.0212)
Enflasyon				-0.0949*** (0.0243)
Sabit Terim	0.857 (0.822)	0.697 (0.826)	-0.237 (0.903)	0.712 (0.915)
Gözlem Sayısı	791	791	784	783
R2	0.106	0.109	0.115	0.135
Ülke Sayısı	41	41	41	41
Hausman p Değeri	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Son dört tablo bir arada değerlendirildiğinde bankacılık sektörünün gelişmiş olmasının üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisini artırdığı ancak, yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde anlamlı bir etki yaratmadığı söylenebilir.

Bu kısımda elde edilen ampirik bulgulara göre Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratması için bankacılık sisteminin gelişmiş olması gerekmektedir. Çünkü, doğrudan yabancı yatırımlarla birlikte gelen teknolojik bilgi ve becerilerin yerel firmalara yayılabilmesi için bu firmaların faaliyetlerini finanse edecek kaynaklara erişimi önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerde hem yeni girişimlerin oluşması hem de mevcut girişimlerin büyüme süreçlerinde bankacılık sektörü finansal kaynak sağlayan önemli bir aktördür.

Menkul Kıymetler Borsasının Gelişmiş Olmasının Doğrudan Yabancı Yatırımların Büyümeye Etkisi Açısından Önemi

Tablo 20'de finansal gelişmişlik düzeyi borsa işlem hacminin toplam hisse değerine oranı ile ölçülmektedir. Bu tablodaki analiz üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsamaktadır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre ilk üç sütunda sabit etkiler, son sütunda rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. “*DYY* Borsa İşlem Hacmi*” bağımsız değişkeni doğrudan yabancı yatırımlar ile borsanın gelişmişlik düzeyi arasındaki etkileşimi temsil etmektedir. Bu değişkenin etkisinin anlamsız olması, üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde borsanın gelişmişlik düzeyinin doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde rol oynamadığını göstermektedir.

Tablo 20: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Borsa İşlem Hacmi ile Ölçüldüğü Modeller (Üst Orta Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı)

Bağımsız Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GSYH	0.000389 (0.000243)	0.000363 (0.000243)	0.000118 (0.000258)	4.62e-06 (0.000151)
Borsa İşlem Hacmi	-0.00707 (0.00520)	-0.00241 (0.00604)	-0.00337 (0.00601)	0.00285 (0.00533)
DYY	0.350*** (0.0687)	0.431*** (0.0872)	0.447*** (0.0867)	0.404*** (0.0755)
DYY* Borsa İşlem Hacmi		-0.00227 (0.00150)	-0.00190 (0.00150)	-0.00112 (0.00141)
Yurtiçi Tasarruflar			0.144*** (0.0536)	0.102*** (0.0252)
Enflasyon				-0.00141*** (0.000478)
Sabit Terim	0.616 (1.054)	0.528 (1.054)	-1.758 (1.350)	-0.412 (0.913)
Gözlem Sayısı	451	451	451	451
R2	0.077	0.082	0.097	0.1569
Ülke Sayısı	26	26	26	26
Hausman p Değeri	0.0064	0.0005	0.0155	0,0589

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 21'deki analiz yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsamaktadır. Bu analizde finansal gelişmişlik düzeyi borsa işlem hacminin toplam hisse değerine oranı ile ölçülmektedir. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre ilk iki sütunda rassal etkiler, diğer sütunlarda sabit etkiler modeli tercih edilmiştir. “DYY*Borsa İşlem Hacmi” bağımsız değişkeninin büyüme üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlıdır. Yani, yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde borsanın gelişmişlik

düzeyinin doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde pozitif bir rol oynadığı söylenebilir.

Tablo 21: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Borsa İşlem Hacmi ile Ölçüldüğü Modeller (Yüksek Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı)

Bağımsız Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GSYH	-4.61e-05*** (1.11e-05)	-4.55e-05*** (1.12e-05)	-0.000106*** (3.43e-05)	-0.000116*** (3.52e-05)
Borsa İşlem Hacmi	0.00503** (0.00228)	0.00234 (0.00261)	0.00253 (0.00306)	0.00294 (0.00308)
DYY	0.0426*** (0.0163)	0.0132 (0.0213)	-0.00503 (0.0225)	-0.00516 (0.0224)
DYY* Borsa İşlem Hacmi		0.000699** (0.000331)	0.000752** (0.000342)	0.000752** (0.000342)
Yurtiçi Tasarruflar			0.179*** (0.0254)	0.183*** (0.0255)
Enflasyon				-0.0394 (0.0310)
Sabit Terim	2.588*** (0.351)	2.704*** (0.358)	-0.0386 (0.987)	0.261 (1.015)
Gözlem Sayısı	765	765	758	758
R2	0.0538	0.0570	0.082	0.084
Ülke Sayısı	40	40	40	40
Hausman p Değeri	0.3995	0.2729	0.0000	0.0000

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 22’de finansal gelişmişlik düzeyi borsadaki şirketlerin değerinin GSYH’ya oranıyla ölçülmektedir. Bu tablodaki analiz üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsamaktadır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre tüm

sütunlarda rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. “*DYY* Borsa Değeri*” bağımsız değişkeni doğrudan yabancı yatırımlar ile borsa hacminin etkileşimini temsil etmektedir. Bu değişkenin büyüme üzerindeki etkisi üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde anlamsızdır. Yani, borsa işlem hacmi doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde bir rol oynamamaktadır.

Tablo 22: Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Borsa Değeri ile Ölçüldüğü Modeller (Üst Orta Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı)

Bağımsız Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GSYH	8.70e-05 (0.000160)	5.01e-05 (0.000159)	1.95e-05 (0.000154)	-2.98e-06 (0.000156)
Borsa Değeri	0.0121 (0.00815)	0.0256** (0.0115)	0.0139 (0.0117)	0.0122 (0.0117)
DYY	0.348*** (0.0619)	0.402*** (0.0699)	0.396*** (0.0686)	0.377*** (0.0688)
DYY* Borsa Değeri		-0.00230 (0.00141)	-0.00123 (0.00142)	-0.00101 (0.00141)
Yurtiçi Tasarruflar			0.0982*** (0.0271)	0.0993*** (0.0275)
Enflasyon				-0.00130*** (0.000471)
Sabit Terim	0.445 (1.036)	0.474 (1.036)	-1.846 (1.340)	-1.581 (1.334)
Gözlem Sayısı	449	449	449	449
R2	0.0927	0.1030	0.1478	0.1621
Ülke Sayısı	26	26	26	26
Hausman p Değeri	0.5336	0.6313	0.8847	0.9351

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 23'teki analiz yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsamaktadır. Bu analizde finansal gelişmişlik düzeyi borsadaki şirketlerin değerinin GSYH'ya oranıyla ölçülmektedir. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre ilk iki sütunda rassal etkiler, diğer sütunlarda sabit etkiler modeli tercih edilmiştir. “*DYY*Borsa Değeri*” bağımsız değişkeninin büyüme üzerindeki etkisi yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde pozitif yönlü ve anlamlıdır. Yani, borsa işlem hacmi doğrudan yabancı yatırımların büyüme etkisinde pozitif rol oynamaktadır.

Tablo 23:Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Borsa Değeri ile Ölçüldüğü Modeller (Yüksek Gelişmişlik Düzeyindeki Ülkeler, Bağımlı Değişken: Büyüme Oranı)

Bağımsız Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
GSYH	-4.53e-05*** (1.21e-05)	-4.40e-05*** (1.22e-05)	-9.00e-05** (3.87e-05)	-9.87e-05** (3.94e-05)
Borsa Değeri	0.00254 (0.00228)	-0.00159 (0.00281)	-0.00176 (0.00349)	-0.00175 (0.00349)
DYY	0.0398** (0.0164)	0.0162 (0.0188)	0.00477 (0.0197)	0.00399 (0.0197)
DYY* Borsa Değeri		0.000761** (0.000302)	0.000736** (0.000307)	0.000761** (0.000307)
Yurtiçi Tasarruflar			0.180*** (0.0254)	0.183*** (0.0255)
Enflasyon				-0.0380 (0.0311)
Sabit Terim	2.790*** (0.354)	2.888*** (0.359)	-0.249 (1.085)	0.0362 (1.109)
Gözlem Sayısı	763	763	756	756
R2	0.0457	0.0538	0.080	0.082
Ülke Sayısı	40	40	40	40
Hausman p Değeri	0.7685	0.8672	0.0001	0.0000

Parantez içindekiler standart sapmalardır

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

7.4. Sonuç

Yukarıdaki kısımda yapılan analizlerde finansal gelişmişlik düzeyi bankacılık sektörünün ve menkul kıymetler borsasının gelişmişliği olarak iki gruba ayrılmıştır. Bankacılık sektörünün üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, menkul kıymetler borsasının ise yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bankacılık sektörünün gelişmiş olması üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde özel sektörün finansal kaynaklara erişimini sağlayarak doğrudan yabancı yatırımların olumlu etkilerinin açığa çıkmasında rol oynamaktadır. Bankacılık sektörünün gelişmiş olmasının yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde anlamlı bir rol oynamadığı gözlenmektedir.

Yüksek gelişmişlik grubundaki ülkelerde menkul kıymetler borsasının gelişmişlik düzeyi doğrudan yabancı yatırımların olumlu etkilerini açığa çıkarmaktadır. Öte yandan, menkul kıymetler borsasının gelişmişlik düzeyinin orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde anlamlı bir rolü bulunmamaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımların yayılma etkisinin açığa çıkması ve büyüme üzerindeki olumlu etkisinin artması için firmaların finansmana erişebilmesi gerekmektedir. Bu kısımdaki analizlerde ortaya çıkan sonuçlara göre gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar için bankacılık sektörü önemli bir finansman kaynağı iken, menkul kıymetler borsasının belirgin bir etkisi yoktur. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde menkul kıymetler borsası, bankacılık sektörüne göre daha önemli bir finansman kaynağıdır. Bu durumda, gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların yayılma etkisinin finansal kaynaklara erişimi daha çok borsa kanalıyla olan kurumsal şirketler üzerinden gerçekleştiğini düşündürmektedir.

8. SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME

Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkeler sermaye yetersizliği ve tasarruf açığı nedeniyle dışarıdan sermaye girişine ihtiyaç duymaktadırlar. Bu ülkeler için doğrudan yabancı yatırımların diğer dış finansman kaynaklarına göre daha avantajlı olduğu düşünülmektedir. Çünkü doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli yapısı nedeniyle daha güvenilir bir finansman biçimidir. Ülkede ekonomik kriz veya olağanüstü başka süreçlerin oluşması durumunda doğrudan yabancı yatırımlar ülkeyi hemen terk edemezler. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımların ülkeye teknoloji transferi sağlama, beşeri sermayeyi güçlendirme gibi olumlu başka etkiler yaratma potansiyeli de bulunmaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye'nin büyüme sürecinin finansmanında doğrudan yabancı yatırımların önemli olduğu gösterilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar, Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu dış finansmanı dış borçlanma yaratmadan sağlar. Bu sayede, büyüme sürecinin sürdürülebilirliğine katkıda bulunur. Bu kısımda açıklanan dış borç yaratmayan büyüme modelinde, dış borcun artmaması için gereken doğrudan yabancı yatırım miktarının cari açık, dış borç ve büyüme oranları ile ABD'deki enflasyon seviyesine bağlı olduğu gösterilmiştir. ABD'deki enflasyonun %2 seviyesinde sabit olduğu varsayılarak diğer üç değişkenin alabileceği üç farklı değere göre 27 farklı senaryo için gerekli doğrudan yabancı yatırım oranları hesaplanmıştır. Baz senaryoda büyümenin %5, cari açık oranının %6, dış borç oranının ise %45 seviyelerinde olacağı varsayılmıştır. Buna göre, dış borç oranının artmaması için Türkiye'ye yıllık GSYH'nın %3.02'si kadar doğrudan yabancı yatırım girişinin gerçekleşmesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

Yatırım koşullarını etkileyen olumsuzlukların yaşanması durumunda, doğrudan yabancı yatırımcılar ülkeyi hemen terk edemeyeceği için doğrudan yabancı yatırımlar ülkenin risklerini de üstlenirler. Bu nedenle, ülkenin risk seviyesi ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasında negatif bir ilişki olması beklenir. Bu çalışmanın altıncı kısmında, söz konusu beklenti ampirik olarak analiz edilmiş, ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı

yatırım girişine etki edip etmediği incelenmiştir. Ayrıca, bu etkinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre nasıl farklılaştığı da değerlendirilmiştir. Ülke risk faktörü Standard&Poors, Moody's ve Fitch kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları ve ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerleri ile temsil edilmiştir. Analizler üç başlık altında yapılmıştır. Analizler yapılırken ülkeler gelişmişlik durumuna göre gruplanmış ve gelişmişlik düzeyindeki farklılıkların sonuçlara etkisi de incelenmiştir.

Analize konu olan ilk başlık kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Elde edilen bulgulara göre, ülke risk göstergelerinin ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılaşmaktadır. Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, kredi notunun, ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi pozitif iken; yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, kredi notunun doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisi bulunmamaktadır. Yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerin genellikle ekonomik ve siyasi yapıları daha istikrarlı ve kredi notları da daha yüksek seviyelerdedir. Bu nedenle yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde kredi notları ülkelerin risk düzeylerini açıklasa da bu düzeylerin nerdeyse hiç biri yüksek risk anlamına gelmediğinden doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisinin olmaması şaşırtıcı değildir. Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde kredi notlarının seviyesi daha değişken olabilir. Çünkü bu ülkelerin ekonomik ve siyasi yapıları gelişmiş ülkelere göre daha istikrarsızdır. Bu nedenle yatırımcıların orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelere yönelirken kredi notlarını dikkate almaları beklenen bir sonuçtur.

İkinci başlık, yatırım yapılabilir seviyenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Bu kısımda yatırım yapılabilir seviye üç kredi derecelendirme kuruluşundan en az ikisinin notunun yatırım eşliğinin üzerinde olması olarak tanımlanmıştır. Ülke kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesiyle birlikte, ülkeye dair genel olarak değişen risk algılarının ülkeye yönelen portföy yatırımlarının yanı sıra doğrudan yabancı yatırımları da olumlu yönde etkilemesi beklenir. Bu kısımda yapılan analizde risk durumu yatırım yapılabilir seviyenin üstüne çıkan ülkelere yönelen

doğrudan yabancı yatırımlarda belirgin bir artış olup olmadığı incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre ülke kredi notunun yatırım yapılabilir eşiğe yükselmesinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi pozitif yönlü ve anlamlıdır. Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, kredi notunun yatırım yapılabilir eşiğe yükselmesinin ardından gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım artışının daha uzun bir süreye yayıldığı gözlenmektedir. Doğrudan yabancı yatırım kararı almak ve bu kararı uygulamak zaman aldığı için elde edilen bu sonuç tutarlıdır.

Üçüncü başlık altında ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde risk seviyesindeki artış doğrudan yabancı yatırım girişini negatif yönde etkilerken, yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerin risk primindeki değişikliklerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde belirgin bir etkisi bulunmamaktadır.

Çalışmanın altıncı bölümünden elde edilen bulgular Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirildiğinde ülkelerin kredi notu ve risk primi göstergeleri ile temsil edilen risk düzeylerinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu söylenebilir. Bir ülkenin risk düzeyi arttıkça o ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişi azalmaktadır. Çünkü yatırımcı bir ülkeye yaptığı yatırımla birlikte ülkedeki riskleri de üstlenmektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı yatırım çekmeye yönelik politikaların önemli bir bileşeni ülkedeki makroekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması olmalıdır. Ayrıca, mülkiyet haklarının korunması, rekabet koşullarının sağlanması, herkese eşit mesafede olan güvenilir bir hukuk sisteminin varlığı gibi faktörler de güvenli bir yatırım ortamı sağlayarak yatırımcıların üstlendiği riskleri azaltmaktadır.

Bu çalışmanın yedinci kısmı doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkileri ile ilgilidir. Doğrudan yabancı yatırımların sermaye birikimine ve teknolojik yapıya katkıda bulunma potansiyeli olduğu için büyüme üzerinde de olumlu etkiler yaratması beklenir. Ancak, ampirik çalışmaların bazıları söz konusu etkinin olumsuz da

olabileceğini göstermektedir. Teorik olarak doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratması muhtemelse de literatürdeki çalışmalar doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkilerine dair birbirinden farklı sonuçlara ulaşmışlardır. Ampirik çalışmaların sonuçlarındaki farklılıklar, doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinde başka parametrelerin de belirleyici olabileceğini düşündürmektedir. Yapılan yatırımların amacı, biçimi ve yatırım alan ülkenin koşullarına bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımlar ev sahibi ülkelere olumlu etkiler yaratabildiği gibi etkileri olumsuz veya belirsiz olabilir.

İlgili kısmın başında yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmaların ulaştığı sonuçlar özetlenmiştir. Doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde yatırım alan ülkenin koşullarının rolünü inceleyen çalışmalar genellikle ülke koşullarının önemli olduğunu göstermektedir. Yatırım alan ülkenin beşeri sermayesi, makroekonomik istikrarı, ticaret politikası, yatırım teşvikleri, teknolojik birikimi, rekabet koşulları, finansal sisteminin gelişmişlik durumu gibi faktörler doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde önemli rol oynamaktadır. Bu faktörlerden finansal sistemin gelişmişlik durumunu inceleyen güncel bir literatür mevcuttur. Gelişmiş bir finansal sistem kaynakların etkin dağılımını sağladığı için, doğrudan yabancı yatırımlara eşlik eden teknolojinin yayılması sürecine olumlu yönde katkı yapmaktadır. Çünkü, doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki olumlu etkisi, yatırım alan ülkenin bu yatırımları sindirme kapasitesinin yeterli olmasına bağlıdır. Hermes ve Lensink (2003) ile Alfaro ve diğerleri (2004) finansal piyasaların güçlü olmasının, doğrudan yabancı yatırımların dışsallık ve yayılma etkilerini artıracak ve bunun da büyüme performanslarına yansıtacağını ileri sürmüşlerdir.

Bu çalışmanın yedinci bölümünde yapılan analizler finansal piyasaların gelişmişlik durumunu inceleyen diğer çalışmalardan iki yönüyle farklıdır. Birincisi, analizler yapılırken ülkeler orta ve yüksek gelişmişlik düzeylerine göre gruplanmış ve ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre sonuçların nasıl değiştiği ortaya koyulmuştur. İkincisi, finansal piyasaların gelişmişliğini ölçmek için kullanılan göstergeler bankacılık sektörü veya menkul kıymetler borsası ile ilgili olanlar biçiminde iki gruba ayrılmıştır. Böylece,

bankacılık sektörünün gelişmiş olmasının doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisi açısından önemi ile menkul kıymetler borsasının gelişmiş olmasının doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisi açısından önemi farklı modellerde test edilmiştir.

Elde edilen bulgular ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılaşmaktadır. Bankacılık sektörünün gelişmiş olması üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde özel sektörün finansal kaynaklara erişimini sağlayarak doğrudan yabancı yatırımların olumlu etkilerinin açığa çıkmasında rol oynamaktadır. Bankacılık sektörünün gelişmiş olmasının yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde anlamlı bir rol oynamadığı gözlenmektedir. Yüksek gelişmişlik grubundaki ülkelerde menkul kıymetler borsasının gelişmişlik düzeyi doğrudan yabancı yatırımların olumlu etkilerini açığa çıkarmaktadır. Öte yandan, menkul kıymetler borsasının gelişmişlik düzeyinin orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinde anlamlı bir rolü bulunmamaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımların yayılma etkisinin açığa çıkması ve büyüme üzerindeki olumlu etkisinin artması için firmaların finansmana erişebilmesi gerekmektedir. Bu kısımdaki analizlerde ortaya çıkan sonuçlara göre gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar için bankacılık sektörü önemli bir finansman kaynağı iken, menkul kıymetler borsasının belirgin bir etkisi yoktur. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde menkul kıymetler borsası, bankacılık sektörüne göre daha önemli bir finansman kaynağıdır. Bu durumda, gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların yayılma etkisinin finansal kaynaklara erişimi daha çok borsa kanalıyla olan kurumsal şirketler üzerinden gerçekleştiğini düşündürmektedir.

Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sisteminin doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratması için önemli olduğu görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlarla birlikte gelen teknolojik bilgi ve becerilerin yerel firmalara yayılabilmesi için firmaların finansal kaynaklara erişimi önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerde hem yeni girişimlerin oluşması hem de mevcut

girişimlerin büyüme süreçlerinde bankacılık sektörü finansal kaynak sağlayan önemli bir aktördür.

KAYNAKLAR

- Akdoğan, K. ve Chadwick, M.G. (2012): **“CDS-Bono Farkı ve Düzeltme Hareketi”**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları, Sayı: 2012-01 .
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Özcan, Ş. ve Sayek, S. (2004): **“FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets”**, Journal of International Economics, 64(1), 89-112.
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Özcan, Ş. ve Sayek, S. (2010): **“Does Foreign Direct Investment Promote Growth? Exploring the Role of Financial Markets on Linkages”**, Journal of Development Economics, 91, 242–256.
- Aydınoğlu, N. E. (2012): **“2023’te 25 Bin Dolar Gelir Hayal Değil, Ama...”**, Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Değerlendirme Notu, Ağustos 2012, N201245
- Balasubramanyam, V. N., M. Salisu, M. ve Sapsford, D. (1996): **“Foreign Direct Investment and Growth in EP and is Countries”**, The Economic Journal, Vol. 106, No. 434.
- Baltagi, B. H. (2005): **“Econometric Analysis of Panel Data”**, Third Edition, John Wiley & Sons Ltd., England
- Barrell, R. ve Pain, N. (1997): **“Foreign Direct Investment, Technological Change, And Economic Growth Within Europe”**, The Economic Journal, 107.
- Barrell, R. ve N. Pain (1998): **“Real Exchange Rates, Agglomerations, and Irreversibilities: Macroeconomic Policy and FDI in EMU”**, Oxford Review of Economic Policy, 14, 152–167.

Bayar, Y. ve Kılıç, C. (2014): “*Effects of Sovereign Credit Ratings on Foreign Direct Investment Inflows: Evidence from Turkey*”, Journal of Applied Finance & Banking, Vol. 4, No. 2, 91-109.

Beaurdraeu, B. C. (1987): “*Managers, Learning and the Multinational Firm: Theory and Evidence*”, Unpublished Ph. D. Dissertation, University of Western Ontario.

Bevan, A.A. ve Estrin, S. (2004): “*The Determinants of Foreign Direct Investment into European Transition Economies*”, Journal of Comparative Economics.

Blonigen, B. A. (1997): “*Firm-specific Assets and the Link Between Exchange Rates and Foreign Direct Investment*”, American Economic Review. 87: 447–465.

Borensztein, E., Gregorio, J.D. ve Lee J-W (1998): “*How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?*”, Journal of International Economics 45, 115–135.

Boskin, M.J. ve Gale, W.G. (1987): “*New Results on the Effects of Tax Policy on the International Location of Investment*”, University of Chicago Press.

Bostancı, M.C. (2012): “*Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi*”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Braunstein, E. (2000): “*Engendering Foreign Direct Investment: Family Structure, Labor Markets and International Capital Mobility*”, World Development, 28(7), 1157-1172.

Buckley, P. J., ve Casson, M. C. (1998) “*Analyzing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalization Approach*”. Journal of international business studies, 539-561.

Busse, M., ve Hefeker, C. (2007): “***Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment***”, European Journal of Political Economy 23, 397–415.

Cantor, R., ve Packer, F. (1994): “***The credit rating industry***”, Quarterly Review, (Sum), 1-26.

Carkovic, M. ve Levine, R. (2002): “***Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?***”, University of Minnesota Department of Finance Working Paper.

Cassou, S. P. (1997): “***The Link Between Tax Rates and Foreign Direct Investment***”, Applied Economics. 29: 1295–1301.

Chakrabarti, A. (2001): “***The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions***”, KYKLOS, Vol. 54, Fasc. 1, 89–114.

Chakrabarti, A. (2003): “***A Theory of The Spatial Distribution of Foreign Direct Investment***”, International Review of Economics and Finance, 12, 149–169.

Culem, C. G. (1988): “***The Locational Determinants of Direct Investments Among Industrialized Countries***”, European Economic Review. 32: 885–904.

Çağlar, E. (2012): “***2023'de 25 Bin Dolar Kişi Başı Gelir, Yoksa Hayal Mi?***”, Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, <http://www.tepav.org.tr/tr/blog/s/3277>

Denisia, V. (2010): “***Foreign Direct Investment Theories: An Overview of the Main FDI Theories***”, European Journal of Interdisciplinary Studies.

Dunning, J. H. (1980): “***Toward an Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests***”, Journal of International Business Studies. 11: 9–31.

Dunning, J.H. (2010): “*The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future*” International Journal of the Economics of Business.

Dunning, J.H. ve Lundan, S.M. (2008): “*Multinational Enterprise and the Global Economy*”, Second Edition, published by Edward Elgar Publishing Limited.

Durham, J.B. (2004): “*Absorptive Capacity and The Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth*”, European Economic Review, 48.

Edwards, S. (1992): “*Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt-Equity Swaps in Developing Countries*”, (No. w3497), National Bureau of Economic Research

Emir, M., Uysal, M. ve Doğru, B. (2013): “*Ülkenin Risklilik Durumu ile Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği*”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 27(2), 79-92.

Ericsson, J. ve Irandoust, M. (2001): “*On the Causality Between Foreign Direct Investment and Output: A Comparative Study*”, The International Trade Journal, 15, s. 122-132.

Flamm, K. (1984): “*The Volatility of Offshore Investment*”, Journal of Development Economics. 16: 231–248.

Froot, K. A. ve J. C. Stein (1991): “*Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach*”, Quarterly Journal of Economics. 106: 1191–1217.

Goldsbrough, D. G. (1979): “*The Role of Foreign Direct Investment in the External Adjustment Process*”, International Monetary Fund Staff Papers, 26, 725–754.

Göçer, i. ve Peker, O. (2014): ***“Yabancı Doğrudan Yatırımların Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkileri: Türkiye, Çin ve Hindistan Örnekleminde Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Analizi”***, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, Cilt: 8, Sayı: 1, 2014

Greene, W. (2004): ***“Econometric Analysis”***, 4th Edition, Prentice Hall, New Jersey

Grubert, H. and J. Mutti (1991): ***“Taxes, Tariffs and Transfer Pricing in Multinational Corporate Decision Making”***, Review of Economics and Statistics, 73, 285–293.

Gujarati, D. N. (2003): ***“Basic Econometrics”***, Fourth Edition, New York, The McGraw-Hill.

Gupta, V. K. (1983): ***“A Simultaneous Determination of Structure, Conduct and Performance in Canadian Manufacturing”***, Oxford Economic Papers, 35, 281–301.

Harms, P. (2002): ***“Political Risk and Equity Investment in Developing Countries”***, Applied Economics Letters, 9, 377–380.

Harrison, A. (1995): ***“Determinants and effects of direct foreign investment in Cote d'Ivoire, Morocco, and Venezuela”***, MPRA Paper, No. 36594.

Hartman, D.G. (1981): ***“Domestic Tax Policy and Foreign Investment: Some Evidence”*** NBER Working Paper Series, Working Paper No. 784

Hartman, D.G. (1982): ***“Tax Policy and Foreign Direct Investment in the United States”*** NBER Working Paper Series, Working Paper No.967

Hasbi, D.T. (2012): ***“Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”***, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal ilimler Enstitüsü

Hein, S. (1992): *“Trade Strategy and Dependency Hypothesis: A Comparison of Policy, Foreign Investment, and Economic Growth in Latin America and East Asia”*, Economic Development and Cultural Change, Vol. 40, 495-52.

Hermes, N ve Lensink, R. (2003): *“Foreign Direct Investment, Financial Development And Economic Growth”*, The Journal of Development Studies, 40:1, 142-163.

Hines, J. R. Ve E. M. Rice (1994): *“Fiscal Paradise: Foreign Tax Havens and American Business”*, The Quarterly Journal of Economics, 109, 149–182.

Jackson, S. ve S. Markowski (1995): *“The Attractiveness of Countries to Foreign Direct Investment”*, Journal of World Trade, 29, 159–180.

Jun, J, (1990): *“US Tax Policy and Direct Investment Abroad”*, Taxation in the Global Economy (55-78), University of Chicago Press

Kanlı, İ.B. ve Barlas, Y. (2012): *“Kredi Notunun “Yatırım Yapılabilir” Seviyeye Yükselmesi: Öncesi ve Sonrasındaki Eğilimler”*, İktisat İşletme Finans, Cilt 27, Sayı 319.

Karaege, M. (2006): *“Development and Determinants of Foreign Direct Investment in Turkey: a Comperative Analysis with the EU Countries”*, Sabancı Ü., Y. Lisans Tezi

Kemsley, D. (1998): *“The Effect of Taxes on Production Location”*, Journal of Accounting Research, 36, 321–341.

Kojima, K., ve Ozawa, T. (1977): *“Micro-and Macro-Economic Models of Direct Foreign”*, Hitotsubashi Journal of Economics, 25(1), 1-20.

Kravis, I. B. ve R. E. Lipsey (1982): ***“The Location of Overseas Production and Production for Export by U. S. Multinational Firms”***, Journal of International Economics, 12, 201– 223.

Kutlutürk, M.M. (2010): ***“Fikri Mülki Haklarının Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Araştırma”***, Eskişehir Anadolu Ü. , Doktora Tezi

Li, X. ve Liu, X. (2004): ***“Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogenous Relationship”***, World Development, Vol. 33, No. 3, 393-407.

Lipsey, R. (2002): ***“Home and Host Country Effects of FDI”***, Lidingö, Sweden.

Loree, D. ve S. E. Guisinger (1995): ***“Policy and Non-Policy Determinants of U.S. Equity Foreign Direct Investment”***, Journal of International Business Studies, 26, 281–300.

Lucas, R. (1993): ***“On the Determinants of Direct Foreign Investment: Evidence from East and South Asia”***, World Development, 21, 391–406.

Lunn, J. (1980): ***“Determinants of U. S. Direct Investment in the E. E. C.: Further Evidence”***, European Economic Review, 13, 93–101.

Markowitz, H. (1952): ***“Portfolio Selection”***, The Journal of Finance, Vol.7, No.1, 77-91.

Markusen, J.R. ve Venables, A. J. (1999): ***“Foreign Direct Investment as a Catalyst for Industrial Development”***, European Economic Review, 43(2), 335-356.

Mencinger, J. (2003): “***Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth?***”, KYKLOS, Vol. 56 – 2003 – Fasc. 4, 491–508

Mukatel, L.A. (2006): “***Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi : İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi***” Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Mundell, R.A. (1957): “***International Trade and Factor Mobility***”, American Economic Review, Vol. 47.

Nigh, D. (1985): “***The Effect of Political Events on United States Direct Foreign Investment: A Pooled Time-series Cross-sectional Analysis***”, Journal of International Business Studies, 16, 1–17.

Ning, Y. ve Reed, M.R. (1995): “***Locational Determinants of U. S. Direct Foreign Investment in Food and Kindered Products***”, Agrobusiness, 11, 77– 86.

Reichert, U. N. ve Weinhold, D. (2001): “***Causality Tests for Cross-Country Panels: A New Look at FDI and Economic Growth in Developing Countries***”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 63, 2 (2001) 0305-9049

Romer, P. (1993): “***Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development***” Journal of Monetary Economics, Vol. 32.

Root, F. ve A. Ahmed (1979): “***Empirical Determinants of Manufacturing Direct Foreign Investment Developing Countries***”, Economic Development and Cultural Change, 27, 751–767.

Sala-i-Martin, X.X. (1997): “***I Just Ran Two Million Regressions***”, The American Economic Review, Vol. 87, No. 2.

Saunders, R. S. (1982): *“The Determinants of Interindustry Variation of Foreign Ownership in Canadian Manufacturing”*, Canadian Journal of Economics, 77– 84.

Schmitz, A. ve J. Bieri (1972): *“EEC Tariffs and U. S. Direct Investment”*, European Economic Review, 3, 259–270.

Schneider, F. ve B. Frey (1985): *“Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment”*, World Development, 13, 161–175.

Shamsuddin, A. F. (1994): *“Economic Determinants of Foreign Direct Investment in Less Developed Countries”*, The Pakistan Development Review, 33, 41– 51.

Slemrod, J. (1990): *“Tax Effects on Foreign Direct Investment in the United States: Evidence from a Cross-Country Comparison”*, Taxation in the Global Economy (79-122). University of Chicago Press.

Swenson, D. L. (1994): *“The Impact of U. S. Tax Reform on Foreign Direct Investment in the United States”*, Journal of Public Economics, 54, 243–266.

Tobin, J. (1958): *“Liquidity Preference as Behavior towards Risk”*, Review of Economic Studies, Vol.25, 65-86.

Torrisi, C. R. (1985): *“The Determinants of Direct Foreign Investment in a Small LDC”*, Journal of Economic Development, 10, 29–45.

Tsai, P. (1994): *“Determinants of Foreign Direct Investment and Its Impact on Economic Growth”*, Journal of Economic Development, 19, 137–163.

Tuman, J. P. ve C. F. Emmert (1999): *“Explaining Japanese Foreign Direct Investment in Latin America, 1979–1992”*, Social Science Quarterly, 80, 539–555.

Türkmen, S. Y.(2006): **“Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”**, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Usha, H.R. ve Weinhold, D. (2001):**“Causality Tests for Cross-Country Panels: a New Look at FDI and Economic Growth in Developing Countries”**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 63(2), 153-171.

Vernon, R. (1966): **“International Investment and International Trade in the Product Cycle”**, The Quarterly Journal of Economics, cilt.80, sayı.2, 191.

Walch, N. ve Wörz, J. (2012): **“The Impact of Country Risk Ratings and of the Status of EU Integration on FDI Inflows in CESEE Countries”**, Focus on European Economic Integration, Q3.

Wang, M. (2009): **“Manufacturing FDI and Economic Growth: Evidence from Asian Economies”** Department of Economics, University of Oregon Mimeo.

Wheeler D. ve A. Mody (1992): **“International Investment Location Decisions: The Case for U.S. Firms”**, Journal of International Economics, 33, 57–76.

Yapraklı, S. (2006):**“Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz”**, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 21(2).

Yılmaz, M. (2008): **“Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi”** , Dokuz Eylül Ü. , Y.Lisans Tezi

Yılmaz, K. (2007): **“Türkiye için Doğrudan Yabancı Yatırım Stratejisi’ne Doğru”** , YASED Yayını.

<http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/DYYStrateji-TR.pdf>

Yüksel, E. (2007): *“Doğrudan Yatırımlar Bağlamında Avrupa Birliği Genişlemesi (Doğu Avrupa Ülkeleri ve Türkiye Örneği)”*, Y.Lisans Tezi, Kocaeli.

Zhang, K. H. (2001): *“Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Evidence from East Asia and Latin America”*, Contemporary Economic Policy, Vol. 19.

Kalkınma Bakanlığı (2013): *“Onuncu Kalkınma Planı: 2014-2018”*

<http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Kalkinma%20Planlar/Attachments/12/Onuncu%20Kal%20C4%B1nma%20Plan%C4%B1.pdf>

Kalkınma Bakanlığı (2014): *“Orta Vadeli Program: 2015-2017”*

[http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/OrtaVadeliProgramlar/Attachments/11/Orta%20Vade%20li%20Program%20\(2015-2017\).pdf](http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/OrtaVadeliProgramlar/Attachments/11/Orta%20Vade%20li%20Program%20(2015-2017).pdf)

4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, 17 Haziran 2003 tarihli Resmi Gazete, http://www.alomaliye.com/4875_sayili_kanun.htm

6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu, yayın tarihi: 18 Ocak 1954, http://www.alomaliye.com/yabanci_serm_tesvik_kanunu.htm

UNCTAD Veritabanı, <http://unctadstat.unctad.org>

OECD Veritabanı, <http://stats.oecd.org/>

IMF World Economic Outlook, Nisan 2014, <http://www.imf.org/external/Pubs/ft/weo/2014/01/pdf/text.pdf>

TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Turkey Data Monitor, özel veritabanı, <http://www.turkeydatamonitor.com/>

Bloomberg Veritabanı

Dünya Bankası Küresel Finansal Gelişmişlik Veritabanı

Dünya Bankası Kalkınma Göstergeleri

Standard & Poors (2012), *“How we Rate Sovereigns”*

[http://www.standardandpoors.com/spf/ratings/How We Rate Sovereigns 3 13 12.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/ratings/How_We_Rate_Sovereigns_3_13_12.pdf)

Moody’s (2013), *“Sovereign Bond Ratings”*

Fitch (2012): *“Sovereign Rating Methodology”*

Federal Reserve Bank of St. Louis

EKLER

EK 1: Kredi Notunun Etkisinin İncelendiği Analize Dahil Olan Ülkeler

1. S&P Kredi Notu Mevcut Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Yüksek Gelişmişlik Düzeyi
Bolivya	Arjantin	Avustralya
Mısır Arap Cum.	Botsvana	Avusturya
El Salvador	Brezilya	Bahreyn
Guatemala	Bulgaristan	Barbados
Hindistan	Şili	Belçika
Endonezya	Çin	Bermuda
Moğolistan	Kolombiya	Kanada
Fas	Kosta Rika	Hırvatistan
Pakistan	Dominik Cum.	Kıbrıs
Papua Yeni Gine	Ekvator	Çek Cum.
Paraguay	Jamaika	Danimarka
Filipinler	Ürdün	Estonya
Senegal	Kazakistan	Finlandiya
Ukrayna	Letonya	Fransa
Vietnam	Lübnan	Almanya
	Litvanya	Yunanistan
	Malezya	Hong Kong
	Meksika	Macaristan
	Panama	İzlanda
	Peru	İrlanda
	Romanya	Man Adası
	Rusya	İsrail
	Güney Afrika Cum.	İtalya
	Suriye	Japonya
	Tayland	Kore Cum.
	Tunus	Kuveyt
	Türkiye	Lüksemburg
	Uruguay	Malta
		Hollanda
		Yeni Zelanda
		Norveç
		Umman

		Polonya Portekiz Katar Singapur Slovak Cum. Slovenya İspanya İşveç İsviçre Trinidad ve Tobago İngiltere ABD
--	--	--

2. Moody's Kredi Notu Mevcut Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Yüksek Gelişmişlik Düzeyi
Bolivya Mısır Arap Cum. El Salvador Guatemala Honduras Hindistan Endonezya Fas Pakistan Papua Yeni Gine Paraguay Filipinler Ukrayna Vietnam	Arjantin Botsvana Brezilya Bulgaristan Şili Çin Kolombiya Kosta Rika Dominik Cum. Ekvator Jamaika Kazakistan Letonya Lübnan Litvanya Malezya Meksika Panama Peru Romanya Rusya	Avustralya Avusturya Bahama Adaları Bahreyn Barbados Belçika Kanada Hırvatistan Kıbrıs Çek Cum. Danimarka Estonya Finlandiya Fransa Almanya Yunanistan Macaristan İzlanda İrlanda İsrail İtalya

	Güney Afrika Cum. Tayland Türkiye Uruguay Venezüella	Japonya Kore Cum. Kuveyt Lüksemburg Malta Yeni Zelanda Norveç Umman Polonya Portekiz Katar Suudi Arabistan Singapur Slovak Cum. Slovenya İspanya İsveç İsviçre Trinidad ve Tobago İngiltere ABD
--	--	---

3. Fitch Kredi Notu Mevcut Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Yüksek Gelişmişlik Düzeyi
Mısır Arap Cum. El Salvador Hindistan Endonezya Filipinler Ukrayna Vietnam	Arjantin Azerbaycan Bulgaristan Çin Kolombiya Kosta Rika Ekvator Kazakistan Letonya Lübnan Litvanya Meksika	Aruba Avusturya Bahreyn Belçika Bermuda Kanada Hırvatistan Kıbrıs Çek Cum. Danimarka Estonya Finlandiya

	Panama	Fransa
	Peru	Almanya
	Romanya	Yunanistan
	Rusya	Hong Kong
	Güney Afrika Cum.	Macaristan
	Tayland	İzlanda
	Tunus	İrlanda
	Türkiye	İsrail
	Uruguay	İtalya
	Venezüella	Japonya
		Kore Cum.
		Kuveyt
		Lüksemburg
		Malta
		Hollanda
		Yeni Zelanda
		Norveç
		Polonya
		Portekiz
		Singapur
		Slovak Cum.
		Slovenya
		İspanya
		İsveç
		İngiltere
		ABD

EK 2: Kredi Notu Yatırım Yapılabilir Seviyeye Yükselen Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Yüksek Gelişmişlik Düzeyi
Hindistan Fas	Azerbaycan Brezilya Bulgaristan Kolombiya Kazakistan Litvanya Meksika Panama Peru Romanya Rusya Güney Afrika Cum. Uruguay	Bahreyn Barbados Macaristan Polonya Slovak Cum. Trinidad ve Tobago

EK 3: Ülke Risk Priminin Etkisi Analizine Dahil Olan Ülkeler

1. EMBI Göstergesinin Kullanıldığı Analize Dahil Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Yüksek Gelişmişlik Düzeyi
Mısır Arap Cum. Fas Nijerya Pakistan Filipinler Ukrayna	Arjantin Brezilya Bulgaristan Şili Çin Kolombiya Dominik Cum. Ekvator Lübnan Malezya Meksika Panama Peru Rusya Güney Afrika Cum. Tayland Türkiye Uruguay Venezüella	Macaristan Polonya

2. CDS Göstergesinin Kullanıldığı Analize Dahil Olanlar

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Yüksek Gelişmişlik Düzeyi
Endonezya Filipinler Ukrayna	Brezilya Bulgaristan Şili Çin Kolombiya Malezya Meksika Panama Peru Romanya Rusya Güney Afrika Cum. Tayland Türkiye Venezüella	Belçika Hırvatistan Fransa Almanya Yunanaistan Macaristan İsrail İtalya Japonya Kore Cum. Polonya Potekiz Katar Slovak Cum. İspanya İsveç

EK 4: Finansal Piyasaların Rolünü İnceleyen Analizlere Dahil Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi	Yüksek Gelişmişlik Düzeyi
Arnavutluk	Angola	Avustralya
Ermenistan	Arjantin	Avusturya
Bolivya	Azerbaycan	Bahamas, The
Kamerun	Belarus	Bahama Adaları
Mısır Arap Cum.	Botsvana	Barbados
El Salvador	Brezilya	Belçika
Fiji	Bulgaristan	Kanada
Gana	Şili	Kıbrıs
Guatemala	Çin	Çek Cum.
Honduras	Kolombiya	Danimarka
Hindistan	Kosta Rika	Estonya
Endonezya	Dominik Cum.	Finlandiya
Moğolistan	Ekvator	Fransa
Fas	Gabon	Almanya
Nijerya	Ürdün	Yunanistan
Pakistan	Kazakistan	Macaristan
Papua New Yeni Gine	Letonya Cum.	İzlanda
Paraguay	Litvanya	İrlanda
Filipinler	Makedonya	İsrail
Senegal	Malezya	İtalya
Sri Lanka	Meksika	Japonya
Ukrayna	Panama	Kore Cum.
Vietnam	Peru	Kuveyt
Zambiya	Romanya	Lüksemburg
	Rusya	Malta
	Güney Afrika Cum.	Hollanda
	Suriye	Yeni Zelanda
	Tayland	Norveç
	Tunus	Umman
	Türkiye	Polonya
	Uruguay	Portekiz
	Venezüella	Suudi Arabistan
		Singapur
		Slovak Cum.
		Slovenya
		İspanya
		İsveç
		İsviçre
		Trinidad ve Tobago

		Inghilterra ABD
--	--	--------------------

YAZARIN ÖZGEÇMİŞİ

NİLÜFER KAYA KANLI

E-Posta: nilukaya@gmail.com

EĞİTİM DURUMU

Doktora : Ege Üniversitesi, İktisat, 2015

Yüksek Lisans : ODTÜ, İktisat, Ankara, 2006

Lisans : ODTÜ, İstatistik, Ankara, 2004

İŞ TECRÜBESİ

Ocak-Mart 2014: Danışman

Turkey Data Monitor, İstanbul

2013-2014 Güz Dönemi: Yarı Zamanlı Öğretim Görevlisi

Özyeğin Üniversitesi, İstanbul

2012-2014: Kıdemli İzleme ve Değerlendirme Uzmanı

WYG International Consulting Ltd. Şti., Ankara

2010-2011: İş Geliştirme Koordinatörü

TOBB ETÜ, Sosyal Politikalar Merkezi, Ankara

2007- 2010: Uzman

İzmir Kalkınma Ajansı, İzmir

2005–2007: Uzman Yardımcısı

Sosyal Güvenlik Kurumu, Ankara

ÖZET

Bu tezin amacı doğrudan yabancı yatırımlarla ilgili üç önemli soruyu cevaplamaktır. İlk olarak Türkiye'nin büyüme sürecinde doğrudan yabancı yatırımların önemi incelenmiştir. Daha sonra, ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisi araştırılmıştır. Son olarak, doğrudan yabancı yatırımlar, finansal piyasalar ve büyüme arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

Çalışmada açıklanan borç yaratmayan büyüme modelinden elde edilen sonuca göre, Türkiye'nin büyüme sürecinde dış borç oranının artmaması için GSYH'nın en az %3.02'si kadar doğrudan yabancı yatırım girişinin gerçekleşmesi gerektiğidir.

Çalışmanın son kısımlarında ülkeler gelişmişlik düzeylerine göre gruplanarak panel veri analizleri yapılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır. Birincisi, kredi notu ve risk primi göstergeleri ile temsil edilen ülke risk düzeyi gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde anlamlı pozitif bir etkisi yaratırken, gelişmiş ülkelerde bu etki anlamsızdır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı yatırım çekmeye yönelik politikaların önemli bir bileşeni ülkedeki makroekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması olmalıdır.

İkincisi, gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sisteminin, gelişmiş ülkelerde ise menkul kıymetler borsasının doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratması için önemli olduğu görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlarla birlikte gelen teknolojik bilgi ve becerilerin yerel firmalara yayılabilmesi için firmaların finansal kaynaklara erişimi gereklidir. Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi ne kadar yüksekse, krediye ihtiyaç duyan yerel girişimcilerin yeni yatırımlar yapması o kadar kolaylaşır.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Doğrudan Yabancı Yatırım, Gelişmekte Olan Ülkeler, Panel Veri, Ülke Risk Faktörleri, Finansal Piyasalar

ABSTRACT

This thesis aims to answer three important questions related with foreign direct investment. First, the importance of foreign direct investment for the growth process of Turkey is investigated. Then, the determinant effects of country risk factors on foreign direct investment were analyzed. Lastly, the links between foreign direct invest, financial markets and growth was examined.

According to the non-debt-creating growth model, explained in this study, the amount of foreign direct investment that Turkey needs to attract in order not to increase the foreign debt ratio is at least 3.02% of GDP.

In the last parts of this study, panel data analyses were implemented by grouping countries according to their development levels. Results show that country risk factors, represented by credit ratings and risk premium, have a significant positive effect on foreign direct investment for developing countries. For developed countries this effect is insignificant. Therefore, for developing countries, an important component of foreign direct investment policy should be ensuring macroeconomic and political stability.

In developing countries banking system has an important role in creating positive spillover effects of foreign direct investment on growth. On the other hand, stock market has such an important role in developed countries. In order to benefit from foreign direct investments' technological knowledge and skills, local firms' access to financial resources is necessary. The more developed the local financial markets, the easier it is for credit constrained local entrepreneurs to invest on new businesses.

KEYWORDS: Foreign Direct Investment, Developing Countries, Panel Data, Country Risk Factors, Financial Markets