

**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR ve KURUMSAL KALİTE
KÜRESEL FİNANSAL KRİZ ÖNCESİ ve SONRASI İÇİN
KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi
Uluslararası Ticaret ve Finansman Anabilim Dalı
Uluslararası Ticaret ve Finans Programı**

Nur KOÇ

**Danışman
Doç. Dr. Dilek DURUSU ÇİFTÇİ**

**Haziran 2023
DENİZLİ**

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunduğunu beyan ederim.

NUR KOÇ

ÖNSÖZ

Kendisiyle tanışma fırsatı bulduğum için sonsuz mutluluk ve minnet duyduğum, hem akademik alanda hem kişisel gelişimimde çok büyük bir katkısı bulunan, beni her zaman destekleyen çok kıymetli danışmanım Doç. Dr. Dilek DURUSU ÇİFTÇİ'ye teşekkürlerimi sunmayı borç bilirim. Tez jürimde yer alan Prof. Dr. Fahriye ÖZTÜRK'e ve lisansüstü öğrenimimde önemli yeri olan Prof. Dr. Şaban NAZLIOĞLU'na tezim için yapmış oldukları değerli öneri ve katkılarından dolayı teşekkürlerimi sunarım.

Yaşamım boyunca desteğini bir an olsun esirgemeyen canım annem Sevgi Koç başta olmak üzere, babam Adnan Koç ve abim Onur Koç'a göstermiş oldukları destek, anlayış ve hoşgörü için teşekkürleri sunarım.

Nur KOÇ

ÖZET

DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR ve KURUMSAL KALİTE KÜRESEL FİNANSAL KRİZ ÖNCESİ ve SONRASI İÇİN KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ

Nur KOÇ
Yüksek Lisans Tezi
Uluslararası Ticaret ve Finans A.B.D.
Uluslararası Ticaret ve Finans Programı
Tez Danışmanı: Doç. Dr. Dilek Durusu Çiftçi

Haziran, 2023 IX + 105 sayfa

Dünyada ulaşım ve iletişim kanallarının gelişmesi ve teknolojik kazanımların artması ile birlikte küreselleşme hız kazanmıştır. Küreselleşme ile birlikte ülkelerin karşılıklı bağımlılıkları artmış ve finansal entegrasyonu da beraberinde getirmiştir. Bu doğrultuda sermaye hareketlerindeki kısıtlamalar önemli ölçüde azaltılmış ve sermaye akımlarının belirleyicileri önemli bir konu haline gelmiştir. Sermaye akımlarını belirleyen faktörler arasında son yıllarda kurumsal kalite kavramı öne çıkmaktadır.

Bu çalışmanın amacı doğrudan yabancı yatırımlar ile kurumsal kalite arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Dünyadaki doğrudan yabancı yatırımların ortalaması alınarak ortalama üzerinde ve altında kalan ülkeler; en çok doğrudan yabancı yatırım çeken ve en az doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler olarak belirlenmiştir. 2008 küresel finansal krizinin doğrudan yabancı yatırımların yapısında önemli etkilere sahip olması nedeniyle kriz öncesi (1996-2007) ve kriz sonrası (2008-2021) dönemler için statik ve dinamik modellerle ampirik analizler gerçekleştirilmiştir.

Çalışma sonucunda; Temel Bileşen Analizi ile oluşturulmuş kurumsal kalite endeksinin kullanıldığı analizde kurumsal kalite endeksi ile DYY arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Kurumsal kalitenin alt göstergeleri ile yapılan analizler sonucunda; politik istikrar göstergesinin kriz öncesi dönemde en çok DYY çeken ülkelerde, kriz sonrası dönemde ise en az DYY çeken ülkelerde DYY üzerinde pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca kurumsal kalite alt göstergelerinden hükümet etkinliğinin, kriz öncesi dönemde en az DYY çeken ülkelerde DYY girişleri üzerinde negatif etkileri olduğu saptanmıştır. Son olarak ticarete açıklık ve finansal gelişmenin DYY üzerinde önemli etkileri olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Kurumsal kalite, Finansal Kriz, Panel veri analizi

ABSTRACT

FOREIGN DIRECT INVESTMENTS AND INSTITUTIONAL QUALITY A COMPARATIVE ANALYSIS for THE PRE-CRISIS and POST-CRISIS PERIOD

KOÇ, Nur
Master's Thesis
International Trade and Finance Department
International Trade and Finance Programme
Adviser of Thesis: Assoc. Prof. Dr. Dilek DURUSU ÇİFTÇİ

June, 2023 IX + 105 pages

Globalization has accelerated due to the expansion of global transportation and communication networks as well as the speeding up of technological gains. The interdependence of nations has grown as a result of globalization, and financial integration has come along for the ride. In this regard, limits on capital movements have been significantly reduced, and it is now crucial to understand the factors that influence capital flows. The idea of institutional quality has been more prominent among the elements affecting capital flows in recent years.

This study's objective is to examine the connection between institutional quality and foreign direct investments. The countries that attract the most amount of foreign direct investment and the least amount of foreign direct investment, respectively, are those that are above and below the global average for foreign direct investment. Analysis using static and dynamic models was done for the pre-crisis (1996-2007) and post-crisis (2008-2021) eras because the 2008 global financial crisis had a substantial impact on the structure of foreign direct investments.

According to empirical findings, there was no statistically significant relationship between the institutional quality index and FDI in the analysis utilizing the institutional quality index produced by Principal Component Analysis. The political stability indicator has a positive impact on FDI in the countries that attracted the most FDI prior to the crisis and in the countries that attracted the least FDI following the crisis, according to the analysis done with the sub-indicators of institutional quality. Additionally, it was shown that government effectiveness, one of the institutional quality sub-indicators, had a negative impact on FDI inflows in the countries that received the least FDI prior to the financial crisis. Additionally, trade openness and financial development have been found to have significant effects on FDI.

Keywords: Foreign direct investments, Institutional quality, Financial crises, Panel data analysis

İÇİNDEKİLER

ÖN SÖZ	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLOLAR DİZİNİ	vii
GRAFİKLER DİZİNİ	viii
KISALTMALAR DİZİNİ.....	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI: KAVRAMSAL – KURAMSAL ÇERÇEVE VE BELİRLEYİCİ ETKENLER

1.1.Uluslararası Sermaye Kavramı	6
1.1.1.Doğrudan Yabancı Yatırımlar	6
1.1.2.Portföy Yatırımları	7
1.1.3.Diğer Yatırımlar	8
1.2.Uluslararası Sermaye Akımlarını Açıklamaya Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar.....	9
1.2.1.Doğrudan Yatırımları Açıklamaya Yönelik Kuramlar.....	9
1.2.1.1.Endüstriyel Örgütlenme Teorisi	9
1.2.1.2.Ürünün Hayat Evreleri Teorisi	10
1.2.1.3.Oligopolistik Reaksiyon Teorisi.....	12
1.2.1.4.İçselleştirme Teorisi	13
1.2.1.5.Sahiplik – Konum – İçselleştirme Modeli (OLI Paradigması).....	15
1.2.2.Dolaylı Yatırımları Açıklamaya Yönelik Kuramlar.....	17
1.2.2.1.Modern Portföy Kuramı	17
1.2.2.2.Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli	19
1.2.2.3.Faiz Oranı Paritesi Teorisi.....	20
1.3.Uluslararası Sermaye Akımlarını Belirleyen Etkenler.....	23
1.3.1.Dışsal (Uluslararası) Etkenler	24
1.3.1.1.Finansal Küreselleşme.....	24

1.3.1.2.Uluslararası Faiz Oranları	25
1.3.1.3.Küresel Büyüme Oranları.....	26
1.3.1.4.Küresel Risk İştahı	26
1.3.2.İçsel (Yurtiçi) Etkenler	27
1.3.2.1.Ekonomik Büyüme (Piyasa Büyüklüğü)	27
1.3.2.2.Yurtiçi Faiz Oranı.....	28
1.3.2.3.Enflasyon Oranı.....	29
1.3.2.4.Döviz Kuru	29
1.3.2.5.Dışa Açıklık.....	30
1.3.2.6.Beşeri Sermaye.....	31
1.3.2.7. Hükümet Politikaları	31
1.3.2.8.Alt yapı	32
1.3.2.9.Uzaklık	32

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL KALİTE KAVRAMI

TEORİK ÇERÇEVE VE AMPİRİK LİTERATÜR

2.1.Kurumlar ve Kurumsal İktisat.....	34
2.1.1. Kurumsal İktisat	34
2.1.1.1.Eski Kurumsal İktisat	36
2.1.1.2.Yeni Kurumsal İktisat	38
2.2.Kurumsal Kalite Endeksleri	40
2.2.1.Dünya Yönetişim Göstergeleri Endeksi (WGI – Worldwide Governance Indicators Index)	40
2.2.2.Uluslararası Ülke Risk Rehberi Endeksi (ICRG – International Country Risk Guide Index)	42
2.2.3.Ekonomik Özgürlükler Endeksi (Economic Freedom Index)	44
2.2.4.Yolsuzluk Algılama Endeksi (Corruption Perception Index)	45
2.2.5.Polity (Devletin Yönetim Biçimi) Endeksi	46
2.3.Kurumsal Kalite – Sermaye Akımları Ampirik Literatürü	47
2.3.1.Kurumsal Kalite – Doğrudan Yabancı Yatırım İlişkisi.....	47
2.3.2.Kurumsal Kalite – Portföy Yatırımları ve Diğer Yatırımlar İlişkisi	54

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE KURUMSAL
KALİTE İLİŞKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

3.1.Dünyada Doğrudan Yabancı Yatırımların Gelişimi	56
3.2.Data ve Metodoloji.....	64
3.2.1. Veri Seti.....	64
3.2.2. Panel Veri Metodolojisi.....	65
3.2.3. Ampirik Bulgular	71
SONUÇ	80
KAYNAKÇA.....	86
EKLER.....	99
ÖZGEÇMİŞ	105

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 2.1. Neoklasik İktisat – Kurumsal İktisat Farklılıkları	36
Tablo 2.2. Siyasi Risk Bileşenleri ve Puanlama Sistemi	43
Tablo 2.3. Ekonomik Risk Bileşenleri ve Puanlama Sistemi.....	44
Tablo 2.4. Finansal Risk Endeksi Bileşenleri ve Puanlama Sistemi.....	44
Tablo 2.5. Polity Skoru'nun Hesaplanmasında Ülke Sınıflandırması	47
Tablo 3.1.En Çok DYY Çeken Ülkelerde DYY ve Kurumsal Kalite: 1996 – 2021.....	60
Tablo 3.2.En Az DYY Çeken Ülkelerde DYY ve Kurumsal Kalite: 1996 – 2021.....	63
Tablo 3.3. Analize Konu Olan Veriler ve Veri Tabanları.....	65
Tablo 3.4. Dinamik Model Tahmin Sonuçları	73
Tablo 3.5. En Çok DYY Çeken Ülkeler İçin Dinamik Model Tahmin Sonuçları (Kriz Öncesi Dönem)	74
Tablo 3.6. En Çok DYY Çeken Ülkeler İçin Dinamik Model Tahmin Sonuçları (Kriz Sonrası Dönem)	75
Tablo 3.7. En Az DYY Çeken Ülkeler İçin Dinamik Model Tahmin Sonuçları (Kriz Öncesi Dönem)	76
Tablo 3.8. En Az DYY Çeken Ülkeler İçin Dinamik Model Tahmin Sonuçları (Kriz Sonrası Dönem)	77
Tablo 3.9. Dinamik Regresyon Analizi Sonucu Elde Edilen Ortalama Bulgular.....	78

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1.1. Ürün Dönemi Aşamaları.....	12
Grafik 1.2. Çeşitlendirmenin Toplam Riske Etkisi.....	18
Grafik 1.3. Etkin Sınır.....	18
Grafik 1.4. Faiz Paritesi Gösterimi	22
Grafik 3.1. Dünya Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri: 1970 – 2021 ..	57
Grafik 3.2. Dünya Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri: 1996 – 2021 ..	57



KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	Araştırma – Geliştirme
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EKK	En Küçük Kareler
FEM	Fixed Effects Model
GMM	Generalized Moments Method
GSYİH	Gayri safi Yurtiçi Hasıla
ICAPM	International Capital Assets Pricing Model
ICRG	International Country Risk Guide
IMF	International Monetary Fund
IV	Instrumental Variables
PARDL	Panel Autoregressive Distributed Lag
PCA	Principal Component Analysis
POLS	Pooled Ordinary Least Square
RAI	Risk Appetite Index
REM	Random Effects Model
SGMM	System Generalized Moments Method
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
VIX	Volatility Index
WGI	Worldwide Governance Indicators

GİRİŞ

Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından; doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak sınıflandırılan sermayenin; bir ekonomiden diğerine hareketi sermaye akımı olarak adlandırılmaktadır. Dünyada sermaye akımları 1980'li yılların ortasına kadar yok denecek kadar düşük düzeydedir. Küreselleşmenin hız kazanması ve finansal liberalizasyonun etkisiyle dünyada önem kazanmıştır. Sermaye kontrolündeki ve kısıtlamalarındaki azalışlar, küresel ticaret ve yeni iletişim teknolojilerindeki gelişmeler finansal piyasaların küreselleşmesini hızlandırmıştır (Aslan vd., 2014). Bu gelişmelerle birlikte, özellikle sermaye birikimi ve tasarruf açısından zayıf gelişmekte olan ülkelere sermaye akımı hızlanmıştır. Yirmi yılda yaklaşık 30 kat artarak 1.5 trilyon \$'a ulaşmıştır. Ancak 2000'li yılların başında başta Arjantin, Rusya, Türkiye ve Venezüella gibi gelişen piyasalardaki ekonomik krizlerle kısa bir dönem yavaşlayan sermaye akımları; sonrasında yine önemli bir ivme yakalamış ve 2007 yılında en yüksek seviyeye (3.1 trilyon \$) ulaşmıştır. 2008 yılındaki küresel finansal kriz doğrudan yabancı yatırımlarda bir dönüm noktası oluşturmuş ve dünyada DYY sonraki yıllarda oldukça volatil bir seyir izlemiştir.

Bir ülkeye gelen sermaye, sermayenin türüne bağlı olarak ülke ekonomisini çok boyutlu olarak etkileyebilmektedir. Örneğin, doğrudan yabancı yatırımlar daha uzun vadeli yatırımlar olup; ülke ekonomisine istihdam, teknik bilgi, teknoloji transferi gibi yararlar sağlayabilmektedir. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar ise kısa vadeli yatırımlar olup, ani giriş – çıkışlar gösterebilen spekülasyon yatırımlarıdır. Dolayısıyla yatırımlar bir yandan ülkenin refah seviyesini arttırıp, ekonomik büyümeyi desteklerken; bir yandan ülkede makroekonomik istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Sermaye akımlarının ülkeye sağladığı olumlu etkilerden faydalanırken, yaratabileceği olumsuzlukları en aza indirebilmek için uygulanacak politikalar oldukça önem arz etmektedir. Bu politikalar belirlenirken ilk önce sermaye akımlarının belirleyicilerinin iyi anlaşılması gerekmektedir. Literatürde Calvo vd. (1993) çalışması ile başlayan sermaye akımlarını etkileyen faktörler konusu gün geçtikçe şekillenmekte ve araştırılmaya devam edilmektedir (Taylor ve Sarno, 1997; Kim, 2000; Chakrabarti, 2001; Dhakal vd., 2010). Nitekim literatür geliştikçe yeni faktörlerin varlığı ve olası etkileri gün yüzüne çıkarılmaktadır. Bu faktörlerden biri de kurumsal kalitedir. Bir ülkenin kurumları ve kurumlarının kalitesi sermaye akımları üzerinde etkili olabilmektedir. Literatürde bu

konuda çalışmalar hız kazanmış ve gelişmeye devam etmektedir (Alfaro vd., 2007, 2008; Busse ve Hefeker, 2005; Ullah ve Khan, 2017).

Bu çalışmada, kurumsal kalitenin doğrudan yabancı yatırımları açıklamada önemli bir faktör olup olmadığı araştırılacaktır. En çok doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler ile en az doğrudan yabancı yatırım çeken ülkelere, kurumsal kalitenin doğrudan yabancı yatırımları açıklayıcı gücünün karşılaştırılması ve her bir kurumsal kalite göstergesinin doğrudan yabancı yatırımları açıklayıcı gücünün kriz öncesi ve sonrası dönemde farklılaşıp farklılaşmadığı bu çalışmanın temel araştırma sorularını oluşturmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde sermaye akımlarına yönelik kavramsal ve kuramsal çerçevenin açıklanması amaçlanmıştır. Birinci bölümün ilk kısmında sermaye akımlarının tanımlarına yer verilerek kavramlar açıklanmaya çalışılmıştır. İkinci kısımda sermaye akımlarını açıklamaya yönelik teorik çerçeve sunulmuştur. Üçüncü kısımda ise literatürde sermaye akımlarını belirleyen faktörlere değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde kurumlar, kurumsal kalite ve kurumsal kalite – sermaye akımları arasındaki ilişkiye yönelik ampirik literatür sunulmaya çalışılmıştır. İlk aşamada kurumların önemi kurumsal iktisat çerçevesinde ele alınmıştır. İkinci aşamada ise kurumsal kalite endeksleri tanıtılmıştır. Üçüncü kısımda ise, kurumsal kalite ile sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ampirik olarak analiz eden literatür özeti sunulmuştur.

Kurumsal kalite ile sermaye akımlarına yönelik ampirik literatür incelendiğinde, kurumsal kalite ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmalarda kurumsal kalite göstergesi olarak bir değişkenin kullanıldığı çalışmalar tespit edilmiştir. Örneğin; kurumsal kalite göstergesi olarak yolsuzluğu kullanan birçok çalışma literatürde yer almaktadır. Yolsuzluğun işlem maliyetleri ve belirsizlikleri arttırdığı gerekçesiyle doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilediğini tespit eden çalışmaların (Wei, 2000; Habib ve Zurawicki, 2002; Belgiboyeva ve Plekhanov, 2015; Azam ve Ahmad, 2013) yanı sıra; yolsuzluğun zayıf bürokrasiye sahip ülkelere işlemleri hızlandırdığı gerekçesiyle doğrudan yabancı yatırımları arttırdığı sonucuna ulaşan çalışmalar da literatürde yer almaktadır (Leff, 1964; Tullock, 1996; Lui, 1985). Literatürde demokrasi değişkeni ile temsil edilen kurumsal kaliteyle doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmalarda demokrasi seviyesindeki artışların doğrudan yabancı yatırımları arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır (Jensen, 2003; Busse, 2003; Gossel, 2018). Literatürde birden fazla değişkenin kurumsal kaliteyi temsil etmesi için kullanılan çalışmalar da söz konusudur. Örneğin; yolsuzluk- bürokratik gecikmeler -

kamulaştırma riski (Gastagana, 1998), yolsuzluk - politik istikrar (Quazi, 2014), yolsuzluk - hukukun üstünlüğü (Asiuedu, 2006), hükümet etkinliği - ifade özgürlüğü ve hesap verilebilirlik – politik istikrar (Adegboyeva vd., 2020), yolsuzluğun kontrolü – hukukun üstünlüğü (Peres vd., 2018) göstergeleri kurumsal kaliteyi temsil etmesi için kullanılmıştır. Çalışmaların sonucunda yolsuzluğun doğrudan yabancı yatırımları azalttığı, politik istikrar – hukukun üstünlüğü ve hükümet etkinliğinin ise yatırımları arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Bellos ve Subasat (2012) çalışmasında; bürokratik kalite, hukukun üstünlüğü, ifade özgürlüğü - hesap verilebilirlik ve yolsuzluğun kontrolü göstergeleri ile kurumsal kalite – doğrudan yabancı yatırım ilişkisi analiz edilmiştir. Diğer çalışmaların aksine kurumsal kalite göstergesi olarak kullanılan değişkenlerin yatırımları negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal kalite göstergesi olarak endekslerin kullanıldığı çalışmalar ise literatürde yaygındır. Dünya Yönetişim Endeksi'nin kullanıldığı çalışmalar, göstergeleri Temel Bileşenler Analizi ile tek bir endeks haline getirerek analiz eden ve her bir göstergelyi ayrı ayrı analiz eden çalışmalar olarak iki gruba ayrılmaktadır. Temel Bileşenler Analizi yöntemi kullanılan çalışmalarda (örneğin Buchanan vd., 2012, Owusu-Nantwi, 2019, Sabir vd., 2019); kurumsal kalite endeksi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. Kurumsal kalite göstergelerinin ayrı ayrı analiz edildiği çalışmalarda ise farklı sonuçlara rastlanılmıştır. Örneğin Masron ve Nor (2013) çalışmasında, 2002 – 2010 döneminde ASEAN (Association of Southeast Asian Nations – Güneydoğu Asya Uluslar Birliği) ülkeleri için sabit etkiler analizi yapılmış ve düzenleme kalitesi istatistiksel olarak anlamsız bulunurken, diğer göstergelerin yatırımları pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Kurul ve Yalta (2017) çalışmasında da; 113 gelişmekte olan ülke ele alınarak GMM tekniği kullanılmıştır. 2002 – 2012 yıllarının incelendiği çalışma sonucunda düzenleme kalitesi, hukukun üstünlüğü ve politik istikrar anlamsız bulunurken; yolsuzluğun kontrolü, hükümet etkinliği ve hesap verilebilirlik göstergelerinin ise pozitif etkisi bulunmuştur. Sahra altı ülkelerini ele alarak 1986 – 2015 yıllarının araştırıldığı Awadhi (2022) çalışmasında ise, GMM tekniği kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda sadece yolsuzluğun kontrolü ile hükümet etkinliği anlamlı ve pozitif bulunmuştur. Bu çalışmaların aksine Saha vd., (2022) çalışmasında ise, 2002 – 2018 yılları için düşük – orta gelirli ülkeler ele alınarak iki aşamalı GMM tekniği kullanılmıştır. Yolsuzluğun kontrolü ve düzenleme kalitesi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Bununla birlikte hukukun üstünlüğü ve ifade özgürlüğü – hesap verilebilirlik göstergelerinin ise doğrudan

yabancı yatırımları negatif etkilediği saptanmıştır. Uluslararası Ülke Risk Rehberi endeksinin kullanıldığı çalışmalarda; örneğin Busse – Hefeker (2005) çalışmasında 83 gelişmekte olan ülkede 1984 – 2003 yılları için kurumsal kalite ile doğrudan yabancı yatırımlar ilişkisi araştırılmış ve kurumsal kalitenin yatırımları pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Aziz (2017) çalışmasında 1984 – 2012 yılları için 16 Arap ülkesi için kurumsal kalite ile doğrudan yabancı yatırım ilişkisi araştırılmış ve pozitif bir ilişki saptanmıştır. Ekonomik özgürlükler endeksinin kurumsal kaliteyi temsil etmesi için kullanıldığı çalışmalarda ise, ekonomik özgürlüklerin doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilediği çalışmaların (Bengoa ve Sanchez-Robles, 2003; Pearson vd., 2020; Ghazalian ve Amponsem, 2018; Imtiaz – Bashir, 2007; Economou, 2019; Tag vd., 2016) yanı sıra; ekonomik özgürlüklerin doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilediği sonucuna ulaşan çalışmalar da mevcuttur (Kahai, 2004; Quazi, 2007). Kurumsal kalite ile portföy yatırımları ve diğer yatırımlar arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmalar ise görece sınırlı kalmıştır. Alfaro vd., (2008) çalışmasında uluslararası ülke risk rehberi endeksinin kullanarak 98 ülke için 1970 – 2000 yılları arası analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda kurumsal kalitenin sermaye akımlarını pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Byrne ve Fiess (2016) çalışmasında da, uluslararası ülke risk rehberi endeksi kullanılarak 64 gelişmekte olan ülke için 1993Ç1 - 2009Ç1 dönemi ele alınmıştır. Kurumsal kalite ile toplam sermaye akımları arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. İncelenen literatür sonucunda; çalışmalarda kullanılan ülke gruplarının, ele alınan dönemin ve kurumsal kalite göstergesi olarak kullanılan değişkenlerin farklılık gösterdiği görülmektedir.

Bu bağlamda incelenen literatür neticesinde; daha önce yapılan çalışmalarda örneklem olarak gelişmekte olan ülkelerin ele alındığı, ülkelerin gelir grubuna veya coğrafi bölgelere göre ayrıştırıldığı tespit edilmiştir. Çalışmanın üçüncü kısmında ise betimleyici analiz, metodoloji ve ampirik analiz sunulmaya çalışılmıştır. Üçüncü bölümün ilk aşamasında dünyada doğrudan yabancı yatırımların gelişimine yönelik betimleyici analiz sunulmuştur. Dünyada doğrudan yabancı yatırımların gelişimi incelendiğinde; dünya ortalamasının üzerinde doğrudan yabancı yatırım çeken ülkelerin; gelir grubu, bulunduğu coğrafya veya gelişmişlik seviyesinin oldukça farklı olduğu tespit edilmiştir. Bir diğer bulgu ise 2008 krizi öncesi ve sonrasında doğrudan yabancı yatırımların yapısındaki farklılıklardır. Bu sebeple bu çalışmada literatürdeki çalışmalardan farklı olarak dünyada doğrudan yabancı yatırımların ortalaması hesaplanarak; ortalama üzerinde kalan ülkeler en çok doğrudan yabancı yatırım çeken

lkeler, ortalama altında kalan ülkeler ise en az doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler olarak belirlenmiştir. Ayrıca literatürden farklı olarak 2008 krizi öncesi ve sonrası olarak iki farklı dönem ele alınmıştır. İkinci aşamada ise, ampirik analizde kullanılan statik ve dinamik modellere dair panel veri metodolojisi tanıtılmış ve çalışmada kullanılan sabit etkiler modeli ile sistem genelleştirilmiş momentler metodundan bahsedilmiştir. Son olarak ampirik bulgular işığında politika nerileri sunulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI

KAVRAMSAL – KURAMSAL ÇERÇEVE VE BELİRLEYİCİLERİ

1.1. Uluslararası Sermaye Akımı Kavramı

Uluslararası sermaye; yabancı sermaye, yabancı yatırım veya deniz aşırı yatırımlar olarak da adlandırılmaktadır. Kısaca tanımlamak gerekirse; bir ülkedeki yerleşiklerin, ülke sınırları dışında servet edinmesidir. Sermaye hareketleri ise; sermayenin bir ülkeden diğerine aktarımını ifade etmektedir. Sermaye hareketleri; fiziki (üretim tesisleri, bina, arazi, vb.) ve finansal fon yatırımları (tahvil, hisse senedi, hazine bonusu vs.) şeklinde gerçekleşebilmektedir (Karahan ve İpek, 2013).

Yabancı sermayeyi bazı özelliklerine göre sınıflandırmak mümkündür. Örneğin yabancı sermaye vadelerine göre kısa ve uzun vadeli olarak ayrıştırılabilmektedir. Vadesi bir yıl ve daha kısa olanlar kısa vadeli sermaye, bir yıldan uzun olanlar ise uzun vadeli sermaye olarak adlandırılmaktadır. Yabancı sermaye resmi ve özel sermaye olarak da gruplandırılmaktadır. Özel sermaye yatırımları için ticari koşullar söz konusudur ve bu yatırımlarda piyasa koşulları dikkate alınır. Resmi sermaye akımları ise hükümetlerin ve uluslararası kuruluşlarının (Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu, (IMF) gibi) sağladıkları sermaye fonlarını kapsamaktadır. Bu tür sermaye hareketleri özel kâr amacı gütmeyen dış yardım niteliğinde olan mali akımlardır (Seyidoğlu, 2017: 635). Uluslararası Para Fonu tarafından tanımlanan uluslararası ödemeler dengesi istatistiklerinde uluslararası sermaye akımları; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar olarak üç kategoride ele alınmaktadır.

1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırım, bir şirketin üretimini ana merkezinin bulunduğu ülke sınırları dışında yeni üretim tesisleri kurması veya mevcut üretim tesislerini satın alması anlamına gelir. Yatırımcının ülke sınırları ötesinde bir tesisin mülkiyetine kısmen veya tamamen sahip olması, doğrudan yabancı yatırımların başlıca özelliğidir (Seyidoğlu, 2007: 664). Doğrudan yatırım işletmeleri, yatırımcının doğrudan veya dolaylı olarak sahibi olduğu bağlı kuruluşlardan (yerleşik olmayan bir yatırımcının yüzde 50'den fazlasına sahip olduğu), iştiraklerden (bir yatırımcının yüzde 50 veya daha azına sahip

olduğu) ve şubelerden (tamamen veya müştereken sahip olunan tüzel kişiliği olmayan kuruluşlar) oluşan kuruluşlardır. (IMF, 2012).

Doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli yatırımlardır. Bu sebeple ani giriş – çıkışlara uygun olmayıp, ev sahibi ülkede makroekonomik istikrarsızlık yaratmazlar. Ülkedeki sermaye birikimini, istihdamı, üretimi, verimlilikleri arttırmaktadır. Ülkeye teknik bilgi (know – how) ve teknolojik yenilikler getirmektedir. Ülkenin kalkınmasında ve refah seviyesinin artmasında rol oynamaktadır. Dolayısıyla ülkeler için diğer sermaye yatırımlarına kıyasla doğrudan yabancı yatırım daha cazibedici. Doğrudan yabancı yatırımlar yeni bir işletme kurulmasıyla yapılabileceği gibi ortak girişim (joint venture), şirket birleşmeleri ve stratejik birleşmeler yoluyla da yapılabilmektedir (Kurtaran, 2007).

1.1.2.Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlere yapılan yatırımlardır. Ülkedeki yerleşiklerin, bir başka ülke sınırları içerisindeki menkul değerleri alıp satması uluslararası portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır. Portföy yatırımı, tahvil ve bono şeklindeki hisse senedi ve borçlanma senetlerine ek olarak, para piyasası araçları ve opsiyonlar gibi finansal türevleri de içerir. Portföy yatırımlarının ana bileşenleri olan hisse senetleri ve borçlanma senetleri genellikle organize ve diğer finansal piyasalarda işlem görmektedir (IMF, 2012).

Portföy yatırımları faiz ve temettü elde etme güdüsüyle yapıldığı için finansal piyasalardaki değişim ve gelişmelere göre daha hızlı hareket etmektedir. Yapısı gereği ev sahibi ülkeye ani giriş – çıkışlar da yapabilmektedir. Dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımlara kıyasla daha oynak (volatil) bir görünüm sergilemektedir. Portföy yatırımcılarının temel amacı, yatırım araçlarını çeşitlendirerek risklerini minimize ederken getirilerini maksimize etmektir. Bu sebeple daha çok getiri sunan ülke piyasalarına geçişkenlikleri hızlı olmaktadır. Bu durum ev sahibi ülkede makroekonomik dengesizliklere neden olabilmekte ve ülkeyi krize kadar götürebilmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların aksine, portföy yatırımlarında yatırımcının herhangi bir mülkiyet, denetim ve söz hakkı bulunmamaktadır. Portföy yatırımlarının etkileri; ev sahibi ülkenin üretim kapasitesini arttırmaya ya da ülkenin kalkınmasını sağlamaya yönelik faydalar getirme konusunda doğrudan yabancı yatırımların etkileri kadar direkt ve belirgin değildir. Portföy yatırımları ev sahibi ülkeye finansman sağlamakta ve likiditeyi arttırarak piyasayı daha etkin hale getirebilmektedir. Etkin bir

piyasaya daha çok sayıda yatırımcı yönelmesine ve yatırımlar artmasına imkân sağlayabilmektedir.

Portföy yatırımlarının ülkeye sağladığı yararların yanı sıra aşırı dalgalanma özelliklerine sahip olması nedeniyle taşıdığı potansiyel riskler, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki para politikalarını da etkilemektedir. Yurtiçi tasarruf oranı düşük olan gelişmekte olan ülkeler yabancı finansmana görece olarak daha fazla ihtiyaç duydukları için hem portföy yatırımlarını arzu etmekte hem de olası risklerden kaçınmak istemektedirler.

1.1.3.Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar; doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarına girmeyen yabancı yatırımlardır. Efektif ve mevduatlar, krediler, ticari krediler gibi yatırımları içermektedir (TCMB, 2021). Diğer yatırımlar kendi içerisinde kısa vadeli ve uzun vadeli olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Kısa vadeli diğer yatırımlar; geçici fayda sağlamayı amaçladığı için spekülative yatırımlar olarak da adlandırılmaktadır. Vadesi bir yıldan az olan diğer sermaye yatırımlarıdır. Kısa vadeli diğer yatırımlar, ülkeler arasındaki farklı döviz kuru ve faiz oranları nedeniyle olası arbitraj imkânından yararlanmak için yapılabilir. Dolayısıyla bu tür yatırımlarda spekülative hareketler sıkça gözlenmekte ve ekonomide istikrarsızlıklar yaratabilmektedir. Geçmişte yüksek faiz ve düşük kur politikası uygulayarak kısa vadeli bu yatırımların ekonomiye yönelmesini sağlamaya çalışan gelişmekte olan ülkelerde söz konusu yatırımların volatil yapısı, ekonominin diğer zayıf alanları ile birleşince bu ekonomilerde krizler yaşanmasına sebep olabilmektedir. Nitekim 1994 yılında Türkiye’de, 1997 yılında Meksika’da ve daha sonrasında Güneydoğu Asya ülkelerinde spekülative sermaye hareketleri kaynaklı krizler meydana gelmiştir.

Uzun vadeli diğer yatırımlar ise; portföy yatırımları içinde yer almayan, vadesi bir yıldan uzun olan diğer sermaye yatırımlarıdır. Bankaların, hükümetlerin ya da özel şirketlerin; uluslararası kuruluşlardan (IMF, Dünya Bankası gibi) aldıkları uzun vadeli kredi ve yardımlar bu kategoriye girmektedir. Alınan kredi ve yardımların uzun vadeli olması ve etkin kullanılması durumunda ekonomide istikrarsızlığa yol açmadıkları gözlenmektedir.

1.2. Uluslararası Sermaye Akımlarını Açıklamaya Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar

İktisat tarihi boyunca uluslararası ticareti açıklamaya yönelik birçok teori ortaya atılmış ve zamanla bu teoriler geliştirilerek yeni boyutlar kazanmıştır. 20. yy. da, İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesiyle ülkeler ekonomik açıdan toparlanma dönemine girmişlerdir. Dünya ticaretinde serbestleşme ve sınırlamaların kaldırılması yönündeki adımlarla birlikte çok uluslu şirketlerin¹ ve uluslararası doğrudan yatırımların dünya ticaretindeki önemi artarak devam etmiştir. Fakat yabancı sermayenin belirleyicilerini açıklamaya yönelik teoriler 1960'lı yıllarda ortaya koyulmaya başlanmıştır. Bununla birlikte, araştırmacılar şirketlerin niçin kendi ülkelerinde yatırım yapmakla yetinmeyip diğer ülkelere yatırım yaptığı ve neden bunun ihracat, lisans vb. yoluyla yapılmasının yanı sıra doğrudan yatırım olarak gerçekleştiği sorularını incelemiştir. Böylelikle uluslararası yatırımların nedenleri ve belirleyicilerine dair iktisat yazınında birçok tartışma söz konusu olmuş ve çeşitli teoriler ileri sürülmüştür. Çalışmanın bu kısmında, hem doğrudan yabancı yatırımları hem de dolaylı yatırımları açıklamaya çalışan kuramsal yaklaşımlar ele alınacaktır.

1.2.1. Doğrudan Yatırımları Açıklamaya Yönelik Kuramlar

1.2.1.1. Endüstriyel Örgütlenme Teorisi

Doğrudan yabancı yatırımları açıklamaya yönelik ilk modern yaklaşım Stephen H. Hymer'in Endüstriyel Örgütlenme Teorisi'dir. Hymer'in 1960 yılında doktora tezinde öne sürdüğü bu teori, Charles Kindleberger tarafından 1969 yılında geliştirilmiş ve 1976 yılında kitap halinde yayınlanmıştır. Hymer, ülkeye has özelliklerden çok firmalara özgü faktörler üzerine yoğunlaşmış ve ülkeler arası doğrudan yatırımların nedeninin, oligopolistik endüstriyel yapı olduğunu ileri sürmüştür. Buna göre, eksik rekabet koşullarının hâkim olduğu bir piyasada, firmalar yurtdışına yatırım yaparak daha çok kâr elde etmeyi amaçlamaktadır.

Hymer'a göre, eksik rekabet ortamında; yabancı yatırımcının başka bir ülkede üretim ve yatırım yapması durumunda bu yatırımcının sahip olacağı birtakım avantajlar ve dezavantajlar söz konusu olacaktır. Yabancı firmaların sahip oldukları avantajlar; teknik bilgi ve yetenekler, patentli teknolojiler, ölçek ekonomilerinden yararlanma, pazar deneyimleri, daha ucuz finansman kaynakları olarak sıralanmaktadır (Kindleberger,

¹ Çok uluslu şirketler, bir ana merkezi bulunan ve bu merkeze bağlı olarak değişik ülkelerde üretim yapan şubelerden ve bağlı girişimlerden oluşan işletmelerdir (Seyidoğlu, 2017: 688).

1969)². Hymer'a göre "teknolojik üstünlük", yabancı firmanın sahip olduğu en önemli avantajdır. Yabancı firmalar, yatırım yaptığı ülkede karşılaştığı veya karşılaşma potansiyeli olduğu yerli firmalara karşı ise bazı hususlarda dezavantajlı konuma düşebilmektedir. Yerli firmalar ülkedeki hükümet politikalarına, kurumsal yapıya, yerel tüketicinin zevk ve tercihlerine, sosyo-ekonomik geleneklere hâkimken; yabancı firmalar bu konularda bilgi eksikliği çekmektedir (Agarwal, 1980). Teoriye göre, yabancı firmalar bu dezavantajlarına rağmen doğrudan yatırım yapıyorsa, sahip olduğu avantajlar maliyetlerini karşılamalıdır. Bu avantajlar firmaların sadece yurtiçinden daha fazla kazanmasını değil, aynı zamanda ev sahibi ülkenin yerel firmalarından daha fazla kazanmasını sağlamalıdır (Agarwal,1980). Yerli firmalar, yabancı firmaların sahip olduğu avantajlara (teknoloji, yönetsel bilgi gibi) sahip olmayı arzulamakta fakat piyasadaki aksaklıklar nedeniyle ulaşamamaktadır. Yabancı firmalar da kârını maksimize etme güdüsüyle yerli firmalara sadece finansman sağlamak yerine doğrudan yatırım yaparak hem sahip oldukları avantajları kullanmakta hem de mevcut dezavantajlarını avantaja çevirmekte ve üstünlük kurmaktadır.

Ancak Hymer'ın bu teorisi, doğrudan yabancı yatırımın nerede – ne zaman gerçekleştiğini ve firmanın sahip olduğu avantajlarla niçin lisans, ihracat vb. yoluyla değil de doğrudan yatırım şeklinde olduğunu tam açıklayamadığı yönünde eleştirilmiş ve yeni teorilerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Bu teoriler: Vernon'un Ürünün Hayat Evreleri Teorisi (1966), Knickerbucker'ın Oligopolistik Tepki Teorisi (1973), Buckley ve Casson'un İçselleştirme Teorisi (1976), ve Dunning'in Eklektik Paradigması (1958, 1976, 2001) ve çalışmanın ikinci bölümünde ele alacağımız Yabancı Yatırımlara Kurumsal Yaklaşımlar olarak sıralanabilir.

1.2.1.2. Ürünün Hayat Evreleri Teorisi

Ürün yaşam döngüsü, ürünün yaşam evreleri, ürün devreleri, üretim döngüsü gibi birçok isimle adlandırılmakta olan Ürünün Hayat Evreleri Teorisi; Raymond Vernon tarafından 1966 yılında, Uluslararası Yatırım ve Ürün Döngüsünde Uluslararası Ticaret (International Investment and International Trade in the Product Cycle) makalesiyle ortaya atılmıştır (Vernon, 1966: 190 – 207). Ürün döngüsü, bir ürünün ilk keşfinden standart hale geldiği döneme kadar geçen süreyi ifade etmektedir. Teori, bir ürünün

² Agarwal J.P. (1980). Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey. *Review of World Economics*, 739-773 makalesinden aktarılmıştır.

icadından (doğumundan) standart hale gelişine (ölümüne) kadar üç aşama olduğunu ileri sürmektedir:

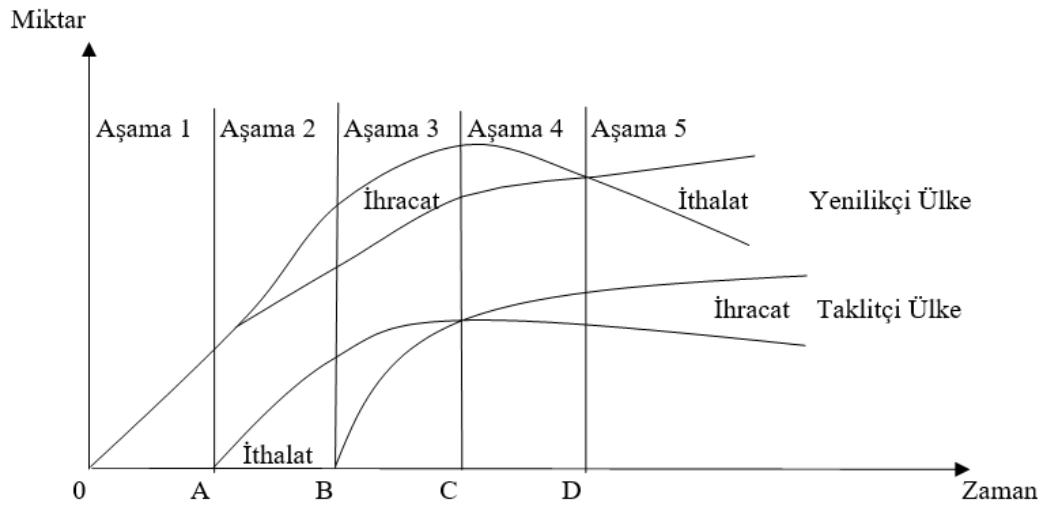
- ❖ Yeni Ürün Dönemi (Yenilik, keşif dönemi)
- ❖ Ürünün Olgunlaşma Dönemi
- ❖ Ürünün Standartlaşma Dönemi

Yeni ürün dönemi üretimin ilk aşamasıdır. Yenilik ve buluş dönemi olarak da adlandırılmaktadır. Bu evrede firmalar iç piyasaya arz etmek ve dış piyasalara ihraç etmek maksadıyla yeni ürün arayışlarına girmektedirler. Bu süreçte yeni ürünün üretimi için gerekli olan bilgi ve teknoloji yalnızca o firmaya ait olduğu için üretici firmanın tekel gücü vardır. Üretim için gerekli girdilerin ve satış için uygun pazarların henüz netleşmediği bu süreçte; tüketicilerden gelen geri dönüşler (feedback) oldukça önem arz etmektedir. Bu sebeple üretim tüketicinin yakın olduğu yerlerde ve ana ülkede yapılmaktadır. Öncelikli olarak iç piyasa talebini karşılamaya yönelik ufak ölçekli üretim söz konusudur. Vernon (1966) yeni teknolojilerin ve ürünlerin; ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde ortaya çıkacağını öne sürmüştü ve bunun sebebinin bu ülkelerdeki araştırma-geliştirme (AR-GE) maliyetlerinin karşılanabilmesi ve nitelikli işgücü olduğunu belirtmiştir.

Ürünün olgunlaşma döneminde ise ürün standartlaşmaya başlamış fakat geliştirilmeye devam edilmektedir. Ürüne olan yurtiçi ve yurtdışı talep giderek artmakta ve üretimdeki artış hızla devam etmektedir. İhracatın en yüksek olduğu bu aşamada; diğer firmalar da üretim için gerekli teknolojiye ulaşmış ve üretime başlamıştır. Kitlesele üretim ve ölçek ekonomisi olanağı söz konusudur. Başta tekel gücüne sahip olan firmanın kârları azalmaya başlamaktadır. Ürüne olan yurtdışı talebin artması, üreticileri yurtdışına yatırım yapmaya yöneltmekte ve doğrudan yabancı yatırımın gerçekleşmesine neden olmaktadır.

Ürünün standartlaşma döneminde ise, üretim tüm dünyaya yayılmış ve ürün yeniliğini kaybederek standart hale gelmiştir. Üretim için gerekli bilgi ve teknoloji diğer firmalar tarafından da rahatlıkla taklit edilebilmekte ve bu aşamada önemli olan maliyet avantajları olmaktadır. Firmalar arasında fiyat rekabeti söz konusudur. Bu aşamada ana ülke net ithalatçı konumuna gelmektedir. Böylelikle ürünün yaşam döngüsü sona ermekte ve yeni ürün arayışları başlamaktadır. Ürün dönemi aşamaları Grafik 1.1 'de gösterilmektedir.

Grafik 1.1. Ürün Dönemi Aşamaları



Kaynak: Seyidoğlu (2017: 110) temel alınarak, yazar tarafından çizilmiştir.

Seyidoğlu (2017) Vernon'un Ürünün Hayat Evreleri Kuramı'nı yukarıdaki görsel aracılığı ile ürünün dönemlerini beş aşamada ele almaktadır. İlk aşamada ürün icat edilmektedir. İkinci aşamada ürün, üretici firma tarafından ihraç edilirken; taklitçi ise ürünü ithal etmektedir. Üçüncü aşamada, üretici firmanın ihracatı artarak devam ederken, taklitçi üretime başlamakta ve ithalatı azalmaktadır. Dördüncü aşamada üretici firmanın ihracatı sönümlenirken, taklitçi ürünü ihraç etmeye başlar. Beşinci ve son aşamada ise; üretici firma ürünü ithal ederken, ihracat tümüyle taklitçi tarafından yapılmaktadır.

Vernon bu teorisi ile doğrudan yabancı yatırımları açıklamada belirleyici faktörler olarak gelişmekte olan ülkelerdeki ucuz iş gücüyle üretim maliyetleri olduğunu öne sürmüştür. Firmalar üretim maliyetlerini göz önünde bulundurarak aynı zamanda fiyat rekabetini korumayı amaçlamakta ve maliyetlerin daha düşük olduğu ülkelerde doğrudan yatırım yoluna gitmektedir.

1.2.1.3. Oligopolistik Reaksiyon Teorisi

Frederick T. Knickerbocker tarafından 1973 yılında ortaya atılan Oligopolistik Tepki (reaksiyon) Teorisi, doğrudan yabancı yatırımları açıklamada oligopolistik yapının etkili olduğunu ileri süren bir diğer teoridir. Oligopol piyasalarda az sayıda firma olduğu için firmalar üretim, satış ve fiyatlama konusunda birbirini etkilemekte ve karşılıklı bağımlılık söz konusu olmaktadır. Böyle bir piyasa düzeninde, bir firmanın başka bir ülkede yatırım yapma kararı; o firmaya rakip olarak adlandırılacak benzer segmentteki firmaları hiç kuşkusuz etkileyecektir. Pazar paylarını kaybetmek istemeyen

rakip firmalar da yatırım kararı alacaktır. Teoriye göre alanındaki lider firmanın yatırım kararı sonrası diğer firmaların da yatırım kararı alması oligopolistik tepkidir. Teorinin lideri izleme, lideri takip etme gibi çeşitli isimlendirmeler aldığı da görülmektedir.

İktisat yazınına göre, firmalar yatırım yapacağı ülke pazarına daha fazla erişim sağlamak ve görece olarak bol bulunan faktörlerden yararlanmak amacıyla doğrudan yatırım gerçekleştirmektedirler (Head vd., 2002). Knickerbocker (1973) bunlara ek olarak, firmaların taklitçi davranışlar sergileyerek birbirlerinin stratejilerini takip ettiklerini ve bunun sonucunda doğrudan yatırımların gerçekleştiğini ileri sürmektedir. Teoriye göre belirsizlik ve riskten kaçınmak isteyen firmalar, yatırım kararlarında öncü firmayı takip etmektedirler. Risklerin çok olduğu veya riskten kaçınma seviyesinin yüksek olduğu durumlarda, oligopolistik tepkinin ortaya çıktığı ve firmaların lider firmayı takip ederek yatırım kararları aldığı görülmektedir. Fakat risklerin azaldığı ya da belirsizliklerin ortadan kalktığı durumlarda firmaların rakip firmalarla birlikte yatırım yapma seviyesi azalmaktadır (Head vd., 2002). Knickerbocker (1973) çalışmasında yaptığı analiz; Harvard Business School tarafından toplanan 23 ülkedeki 187 büyük ABD çokuluslu firmalarına ilişkin veri bankasına dayanmaktadır. Yazar bu firmaların 1948-1967 yılları arasında yaptıkları yeni yatırımları analiz etmiştir. Bu yeni yatırımlar, toplam yatırımların yaklaşık %83'ünü oluşturmaktadır. Temel analitik ölçütü, belirli bir zaman dilimindeki yeni yatırımların toplam yirmi yıllık süre içindekilerin yüzdesi şeklinde oluşturulan Giriş Konsantrasyon Endeksi'dir. Genel olarak analiz, her ülkedeki her sektördeki yeni yatırımların %46'sının üç yıllık dönemlerde ve %75'inin yedi yıllık dönemlerde kümelenildiğini göstermiştir. Oligopolistik yatırım davranışına yönelik bir eğilim söz konusudur. Analiz sonucunda oligopolistik reaksiyonun, yoğunlaşma seviyesi ile artarken, ürün çeşitliliği ile azaldığı bulgusu elde edilmiştir. Fakat literatürde, lider firmanın niçin doğrudan yatırım yaptığını yeterince açıklayamadığı için bu teori eleştirilmiş ve yeni teoriler geliştirilmeye devam edilmiştir (Nayak ve Choudhury, 2014).

1.2.1.4. İçselleştirme Teorisi

Uluslararası yatırımları açıklamaya yönelik geliştirilen bir diğer teori 1976 yılında Peter J. Buckley ve Mark Casson tarafından ortaya atılan İçselleştirme Teorisi'dir. Yine firma düzeyinde yabancı yatırımların belirleyicilerine odaklanılan bu teoride çok uluslu şirketler incelenmiştir. Daha çok ara mallarına ve teknolojiye vurgu yapılmıştır. Birçok çokuluslu firmanın; iç piyasadaki birtakım düzensizlikler, ulaşım maliyetleri, gecikmeler, üretimi için gerekli olan hammadde temini ve dağıtım kanallarının daha iyi çalışması gibi

faktörler nedeniyle yabancı firmalarla çalıştığı ve onlara bağımlı olduğu dile getirilmiştir (Buckley ve Casson, 1976, 2009). Teoride, firmaların iktisadi faaliyetlerinde kendine özgü avantajları ile dış piyasaya olan bağımlılığı ve bu bağımlılıktan kurtulma çabası ele alınmaktadır

Teoriye göre firmanın üretimi için gerekli olan ara mallarında dış pazarlara bağımlılığı ve bu dış pazarlardaki aksaklıklar, firmaları içselleştirmeye yöneltmektedir. Firmaların içselleştirilmesi, kısaca bir firmanın ulusal sınırları dışında kalan ve birlikte çalıştığı aracı firmaları satın alarak kendi bünyelerine dâhil etmesidir. Ulusal sınırları aşan piyasaların içselleştirilmesi doğrudan yabancı yatırımlara yol açmakta ve bu süreç daha fazla içselleştirmenin marjinal faydaları ve marjinal maliyetleri eşitlenene kadar devam etmektedir (Agarwal, 1980).

Örneğin tekstil sektöründe faaliyet gösteren bir firmanın, hammadde ithal ettiği ve ulusal sınırları dışında kalan bir işletmeyi satın alması bir içselleştirmedir. Firma oluşabilecek lojistik sorunlarını, ulaşım maliyetlerini ve potansiyel birçok olumsuzluğu içselleştirme ile birlikte aşabilmektedir. Firmanın, ulusal sınırları dışında kalan bir işletmeyi satın alarak içselleştirmesi aynı zamanda bir tür doğrudan yatırım örneğidir.

Buckley ve Casson (1976), içselleştirmeye yol açabilecek beş temel piyasa kusuru tanımlamaktadır: (i) uzun gecikme süreleri (ii) ayrımcı fiyatlandırma (iii) istikrarsız pazarlık durumları (iv) alıcı ile satıcı arasındaki asimetric bilgi (v) uluslararası piyasalardaki hükümet müdahaleleri. Bu durumların firmaları içselleştirmeye teşvik ettiği ileri sürülmektedir.

Buckley ve Casson (1976, 2009) ayrıca içselleştirme sürecinin nasıl işlediğine de değinmiştir. Bu sürecin iki şekilde yürütülebileceğini öne sürmektedirler. Bunlardan ilki, üretim ve dağıtım kanalının birbirini takip eden aşamalarından geçen ve ayrıca ara ürünleri içeren *operasyonel içselleştirme* (üretimin dikey olarak bütünleştirilmesi)'dir. İkincisi bilginin içselleştirilmesidir. Bir diğer ifadeyle AR-GE'den kaynaklanan *bilgi akışının içselleştirilmesidir*. Dikey bütünleşmede, üretim yerinin en uygun nerede olacağı tespit edilmektedir. Dikey olarak bütünleşmiş bir firmanın yerleşim stratejisinin esas olarak karşılaştırmalı üstünlük, ticaret engelleri ve bölgesel içselleştirme teşviklerinin etkileşimi tarafından belirlendiği ifade edilmektedir (Buckley ve Casson, 1976). Fakat AR-GE, üretim, dağıtım, pazarlama stratejilerinin içselleştirmesiyle en uygun üretim yerinin seçimi farklılaşabilmektedir.

Teori, çok uluslu şirketlerin doğrudan yatırımlarını açıklanmasında etkili olmakla birlikte sadece bir kısmını açıklayabildiği, genel bir teori olduğu ve ampirik olarak test

edilemediği gerekçesiyle eleştirilmiştir (Rugman, 1980; Mathieson ve Lizondo, 1990; Denisia, 2010).

1.2.1.5.Sahiplik – Konum – İçselleştirme Modeli (OLI Paradigması)

Sahiplik – Konum – İçselleştirme (Ownership, Location, Internalization – OLI) paradigması veya Eklektik paradigma olarak adlandırılan bu teori İngiliz İktisatçı John Harry Dunning tarafından 1976 yılında ortaya atılmıştır. Doğrudan yatırımları açıklamaya çalışan diğer teorileri de ele aldığı gerekçesiyle en kapsamlı teori olarak nitelendirilen eklektik paradigma, literatürde yaygın olarak kullanılmaktadır. Eklektik, kelime olarak seçmeci anlamına gelirken; paradigma ise değerler dizisi anlamına gelmektedir (Türk Dil Kurumu Sözlükleri, 2023).

Teori Dunning tarafından ilk olarak 1976 yılında Nobel Sempozyumu'nda sunulsa da çalışmanın kökeni 1950'li yılların ortalarına dayanmaktadır. Dunning 1958 yılında doktora tezi çalışmasında İngiliz imalat sanayii sektöründeki ABD doğrudan yatırımlarını incelemiştir. Kendinden önceki çalışmalar ABD imalat sanayisinin, İngiliz imalat sanayisine nazaran çok daha verimli olduğu sonucuna varmışlardır (Rostas, 1948; Frankel, 1955). Buradan hareketle Dunning şu sorunun cevabını aramıştır: Üretkenlikteki bu farklılık, ABD ekonomisinin üstün yerli ve transfer edilemez kaynaklarının bir yansıması mı; yoksa ABD firmalarının yöneticilerinin üstün yetenekleri mi? Çalışmasının hipotezi ise şu şekilde oluşturulmuştur. Üretkenlik farklılıkları yönetsel ise İngiltere'deki ABD kökenli iştiraklerin yerli rakiplerinden çok daha iyi performans göstermesi ve en az ana işletmeleri kadar da iyi performans göstermesi gerekmektedir (Dunning, 1958, 2001).

Bu sorunun cevabını aramaya başlamasıyla şekillenen çalışmaları sonucunda İngiltere'deki ABD kökenli iştiraklerin yerel firmalardan daha iyi performans gösterdiğini fakat ana işletmeleri kadar iyi performans göstermediğini bulmuştur. Verimlilik farklarının ana işletmelerin transfer edilebilir varlıklarından kaynaklanabileceğini öne sürmüş ve buna da Ownership (O) (sahiplik) etkisi adını vermiştir. Bununla birlikte, iştirakler yerli rakiplerinden daha iyi bir performans göstermediyse ve dolayısıyla ana şirketlerinden çok daha zayıfsa, bunun devredilemez yani hareketsiz özelliklerinden kaynaklanabileceğini ileri sürmüş ve buna da Location (L) (Konum) etkisi adını vermiştir. Daha sonra çalışmasını genişleterek Internalization (I) (içselleştirme) etkisini de dâhil etmiştir. Sonuç olarak Dunning'e göre bir firmanın ulusal sınırları dışında yatırım yapması için üç şartın sağlanması gerekmektedir:

- ❖ Sahiplik üstünlükleri (Ownership)
- ❖ Konum üstünlükleri (Location)
- ❖ İçselleştirme (Internalization)

Sahiplik üstünlükleri; *yatırım yapacak firmaya özgü üstünlükleri* ifade etmektedir. İşletmenin sadece kendisinde bulunan üretim ayrıcalıkları söz konusudur. Bunlar arasında teknik, yöntem, bilgi ve beceriler, AR-GE kaynaklı gelişmiş üretim teknolojileri, farklı ürünler, yönetim ve pazarlama bilgileri gibi özellikler sayılabilir (Seyidoğlu, 2017: 673). Firmanın sahiplik üstünlükleri aynı zamanda firmaya tekel gücü vermekte ve rakiplerine karşı rekabet üstünlüğü kazandırmaktadır. Sahiplik üstünlükleri arasında; ürün çeşitliliği, patentler, işgücü temini, farklılaştırılmış ürünler üretebilme, marka isimleri, işletmenin büyüklüğü, ucuz girdilere erişim, finansal – mali kaynaklar, uzmanlık, faktör donatım ve fiyatları, farklı vergi rejimlerinden ve ölçek ekonomilerinden faydalanma gibi özellikler de söz konusudur (Gastagana vd., 1998; Denisia, 2010; Nayak ve Choudhury, 2014; Çiftçi, 2015). Tüm bu avantajlar firmaların “neden” doğrudan yatırım yaptıklarını açıklamaya yöneliktir.

Konum üstünlükleri; *doğrudan yatırımların “nerede” yapılacağını* açıklamaya yöneliktir. Yatırım yapılacak ülkenin konumunun da yatırımın kârlılığını sağlayacak özellikte olması gerekmektedir. Piyasada ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanmış olması, dengeli kur, faiz ve fiyat politikası izlenmesi gibi özellikler yatırım kararı için önem arz etmektedir (Seyidoğlu, 2017). Ülkeler arası uzaklık, üretim faktörlerine erişim, pazara ulaşım, pazar altyapısı, yerel tüketicilerin talebi, iletişim maliyetleri, nitelikli işgücü, hükümet politikaları gibi etkenler yatırım kararının nerede yapılacağını etkilemektedir (Agarwal ve Ramaswami, 1992; Brouthers vd., 1996; Cavusgil vd., 2008).

İçselleştirme; *doğrudan yatırımların “nasıl” gerçekleşeceğini* açıklamaya yöneliktir. Dunning, teorinin bu ayağında Buckley ve Casson (1976) çalışmasından etkilenmiştir (Dunning, 2001:175). İçselleştirme; bir şirketin piyasaya ihracat, lisanslama vs. yoluyla değil de doğrudan yatırım şeklinde girmesinin nedenlerini açıklamaktadır. Ulaşım maliyetleri, asimetric bilgi, iletişim sorunları, lisans anlaşmasına konu olan teknolojinin veya teknik bilginin anlaşmazlık durumunda taklit edilme riski gibi nedenlerle firmalar; içselleştirme yoluna giderek doğrudan yatırım yapmayı tercih etmektedirler.

Yukarıda açıklanan nedenlerle Eklektik veya OLI paradigması; doğrudan yatırımın neden, nerede ve nasıl yapılacağını açıklayan en kapsamlı teori olarak kabul edilmektedir.

1.2.2.Dolaylı Yatırımları Açıklamaya Yönelik Kuramlar

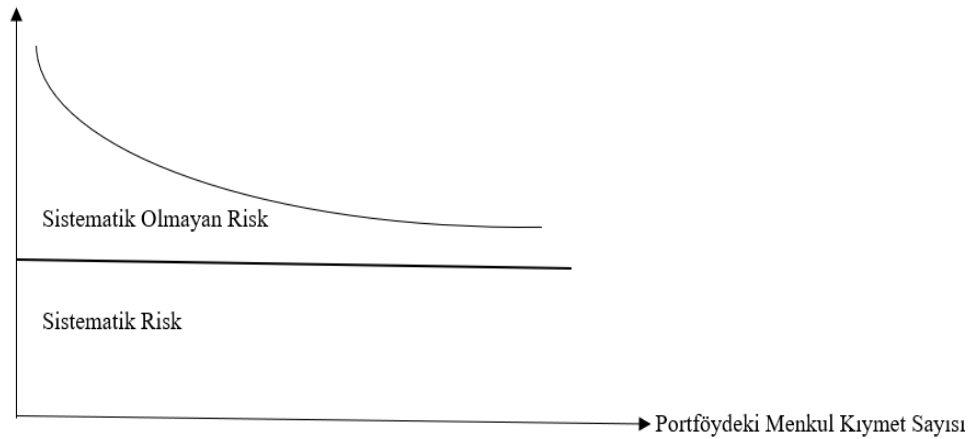
Doğrudan yatırımların dışında kalan yabancı yatırımlar dolaylı yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Portföy yatırımları ve diğer yatırım türleri bu kategoriye girmektedir. Ülkelerin zamanla dışa açılma politikaları ve finansal serbestleşmeye yönelik atmış oldukları adımlarla birlikte önem kazanan ve herhangi bir yatırım maliyeti gerektirmeyen dolaylı yatırımlar, literatürde doğrudan yatırım kadar ilgi görmese de çok sayıda çalışmanın araştırma konusu olmuştur. Bu alanda öne çıkan kuramlar; Modern Portföy Teorisi, Uluslararası Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Faiz Oranı Paritesi Teorisi'dir.

1.2.2.1.Modern Portföy Kuramı

Modern Portföy Kuramı, 1952 yılında Harry Markowitz tarafından kaleme alınan "Portfolio Selection - Porfolyo Seçimi" isimli makalesi ile ortaya çıkan ve portföy yatırımlarını açıklamaya yönelik bir yaklaşımdır. Markowitz (1952)'e göre; yatırımı belirleyen iki temel unsur söz konusudur. Bunlar beklenen getiri ile getirinin varyansı yani risktir. Beklenen getiri yatırımdan gelecekte ele edilecek kazancı belirtirken, risk bu durumun gerçekleşme olasılığıdır. Yatırımcı portföyünü oluştururken riski en aza indirmek ve elde edeceği faydayı maksimize etmek isteyecektir. Markowitz'e göre bu durum çeşitlendirme ile mümkündür fakat çeşitlendirme yapılırken menkul kıymetler arasındaki korelasyon göz önüne alınmalıdır. Markowitz, menkul kıymetler arasındaki korelasyonun azalmasıyla, oluşacak portföyün riskinin de azalacağını ileri sürmektedir. Bu sebeple Markowitz, bir portföyün farklı endüstri ve firmaların menkul kıymetlerinden oluşturulmasını önermektedir (Markowitz, 1952: 89). Grafik 1.2'de çeşitlendirmenin toplam riske etkisi gösterilmektedir.

Grafik 1.2.Çeşitlendirmenin Toplam Riske Etkisi

Portföyün Riski (%)



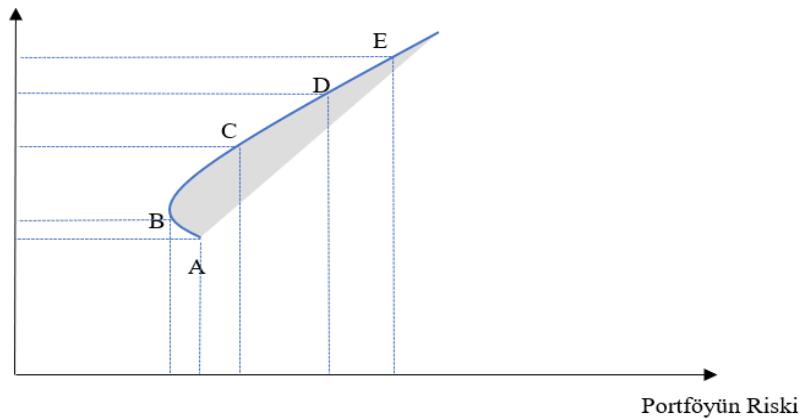
Kaynak: Karan (2018: 165) temel alınarak, yazarın kendi çizimidir.

Portföydeki varlık sayısı arttırıldıkça portföy riski azalacaktır fakat riskin tamamen ortadan kaldırılması söz konusu değildir. Zira çeşitlendirme ile azaltılabilecek risk sistemik olmayan risktir. Sistemik olmayan risk; firmanın hâlihazırda faaliyet göstermekte olduğu alandaki değişimler, mevcut sermaye yapısı ve yönetim kadrosundan kaynaklanabilecek risklerdir. Sistemik risk ise firmanın müdahale ve kontrol edemeyeceği piyasa, fiyatlar genel düzeyi, faiz vb. risklerdir. Markowitz çeşitlendirmesi ile sistemik olmayan risk sıfır yapılabilir (Ercan ve Ban, 2014: 189).

Markowitz (1952), yatırımcının belirli bir düzeyde riske katlanarak beklenen getiriyi maksimize edebileceği veyahut beklenen getiri veri iken riski minimize edebileceği bir beklenen getiri – risk oranı olduğunu öne sürmüştür. Bu oran etkin sınır olarak adlandırılmaktadır. Grafik 1.3'te etkin sınır gösterilmektedir.

Grafik 1.3.Etkin Sınır

Portföyün Getirisi



Kaynak: Markowitz (1952: 88) temel alınarak, yazarın kendi çizimidir.

Etkin sınır üzerinde yer alan her bir nokta beklenen getiri – risk bileşimine göre portföy seçenekleridir. B noktasından E noktasına doğru gidildiğinde risk ve getiri artmaktadır. Seçilecek portföy ise yatırımcının risk iştahına bağlıdır. B noktasının altındaki portföyler, daha fazla riske rağmen daha az getiri sunduğu için tercih edilmemektedir.

Teoriye göre yatırımcılar portföylerini oluştururken optimal risk – getiri bileşimini elde etmeye çalışmaktadır. Fakat ülke sınırları içerisinde mevcut riske rağmen beklenen getirinin yatırımcıyı tatmin etmemesi, yatırımcıyı sınır ötesi varlık alımına yöneltebilir. Dolayısıyla yatırımcının optimal risk – beklenen getiri bileşimini içeren portföyü oluşturma çabası uluslararası çeşitlendirmeyi de beraberinde getirmektedir. Yatırımcılar portföylerini uluslararası düzeyde çeşitlendirerek daha yüksek getiri elde edebilir ve refahlarını arttırabilir (Obstfeld, 1994).

1.2.2.2.Uluslararası Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

Uluslararası sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (International Capital Assets Pricing Model-ICAPM), Markowitz'in öne sürdüğü kuramın genişletilmesiyle elde edilen bir modeldir. 1964 yılında William Sharpe tarafından kaleme alınan “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk” makalesiyle ortaya atılan bu model; belirli risk düzeyinde en yüksek getiriyi sağlamaya çalışan bireysel yatırımcıyı ele alan modern portföy kuramının genişletilmesiyle, risk koşulları altında varlık fiyatlarına ilişkin bir piyasa dengesi teorisi oluşturmayı amaçlamaktadır. Modelin oluşturulmasında temel alınan varsayımlar şunlardır:

- ❖ Sermaye piyasaları etkindir.
- ❖ Yatırımcılar riskten kaçarken her zaman daha fazla getiri hedeflemektedir.
- ❖ Yatırımcının hem borç verebileceği hem borçlanabileceği risksiz faiz oranı mevcuttur. Bu oran tüm yatırımcılar için aynıdır.
- ❖ Tüm yatırımcılar aynı bilgiye erişime sahiptir. Yatırımcıların beklentileri homojendir. Menkul kıymetlere ait standart sapma, beklenen getiri ve kovaryansları anlama yetenekleri aynıdır (Sharpe, 1964; Sharpe, 1991).

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli, pazar portföyünü temel alan bir modeldir. Yalnızca menkul kıymetin beklenen getirisini ele almakla kalmayıp piyasanın beklenen

getirisini de dikkate almaktadır. Modele göre bir menkul kıymetin değerini (fiyatını) belirlemede kullanılacak formül şu şekildedir:

$$\bar{R} = R_F + \beta \times (\bar{R}_M - R_F)$$

\bar{R} menkul kıymetin beklenen getirisi, R_F risksiz faiz oranı, \bar{R}_M ise piyasanın beklenen getirisini temsil etmektedir. Piyasanın beklenen getirisi risksiz varlık getirisi ile risk priminin toplamından oluşurken, β katsayısı ise menkul kıymetin piyasa ile olan ilişkisini göstermektedir.

$$\bar{R}_M = R_F + \text{Risk primi}$$

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\sigma^2 R_M}$$

β katsayısı sıfır olursa menkul kıymetin beklenen getirisi risksiz faiz oranına eşit olmaktadır. Eğer katsayı bire eşit olursa menkul kıymetin beklenen getirisi piyasanın beklenen getirisine eşit olmaktadır (Ross vd., 2016: 361). Sharpe, optimal portföyü belirlemeye çalışan ve bunun için uluslararası varlıklara yönelik yatırımcıların yatırımlarını belirlemede piyasa dengesinin de önemli olduğu ileri sürmüştür. Dolayısıyla modele göre yatırımcıların varlık alımlarını; ilgili varlığın beklenen getirisi ve riskiyle birlikte, varlığın piyasa ile olan ilişkisi de belirlemektedir.

1.2.2.3. Faiz Oranı Paritesi Teorisi

Faiz paritesi, teminatlı faiz arbitrajının (covered interest rate) bir sonucudur. Dolayısıyla ilk olarak teminatlı faiz arbitrajının anlaşılması gerekmektedir. Teminatlı faiz paritesinin ilk ortaya çıkışında Keynes (1923) ve Eizing (1937)' in para piyasası ve arbitraj olanakları ile ilgili çalışmaları temel oluşturmuştur (Fong vd., 2010). Teminatlı faiz arbitrajında; iki ülke arasındaki faiz oranı farkından yararlanmak isteyen bir yatırımcının, döviz kurundaki olası değişimlerden korunmasına yönelik bir teminat söz konusudur. Rasyonel yatırımcılar, kâr elde etme güdüsüyle yatırım yapmaktadırlar. Dolayısıyla, kârlarını maksimize ederken olası risklerden kaçınmak istemektedirler. Teminatlı faiz arbitrajı da bunu sağlamaya yönelik bir forward sözleşmesidir. Teminatlı faiz arbitrajı şu şekilde işlemektedir:

Yatırımcı elinde bulundurduğu ulusal parasını, daha fazla faiz getirisi elde edeceği ülkenin para birimine çevirir ve mali fonlara yatırım yapar. Belirli bir süre sonra edinmiş

olduğu döviz tekrar ulusal parasına çevirir. Fakat bu süreçte döviz kurundaki dalgalanmalar yatırımcının kazancını etkileyecektir. Örneğin, bu süreçte yatırım yapılan ülkenin parasının değer kaybetmesi; yatırımcının kazancının net olarak azalmasına neden olurken, yatırımcının zarara bile uğraması söz konusu olabilmektedir (Seyidoğlu, 2017: 455). Teminatlı faiz arbitrajı bu noktada yatırımcıyı olası kur riskinden korumaktadır.

Faiz Oranı Paritesi ise, vadeli kurun spot kurdan, iki ülke arasındaki faiz oranı farkını ortadan kaldıracak kadar farklılaşması durumudur. Yabancı bir paranın vadeli primi ile faiz oranı paritesine göre bu kurların faiz oranları şu şekilde belirlenmektedir (Madura, 2020: 238 – 245):

İlk olarak yatırılan ulusal para miktarı: A_h

Yabancı para satın alındığında geçerli spot kur: S

Yabancı paranın faiz oranı: i_f

Yabancı paranın tekrar ulusal paraya çevrileceği vadeli kur: F

Dönem sonunda elde edilecek toplam tutar: A_n

$$A_n = (A_h/S)(1 + i_f)F$$

Basit olarak F , S 'nin $1 +$ vadeli prim (p) ile çarpımından oluşmaktadır.

$$A_n = (A_h/S)(1 + i_f)[S(1 + p)]$$

$$A_n = A_h(1 + i_f)(1 + p)$$

Bu yatırımdan elde edilecek getiri: R

$$R = \frac{A_n - A_h}{A_h} = \frac{[A_h(1 + i_f)(1 + p)] - A_h}{A_h} = (1 + i_f)(1 + p) - 1$$

Eğer faiz paritesi geçerli ise, teminatlı faiz arbitrajından elde edilen getiri (R), ev sahibi ülkedeki orana eşit olmalıdır.

$$R = i_h$$

$$(1 + i_f)(1 + p) - 1 = i_h$$

$$(1 + i_f)(1 + p) = 1 + i_h$$

$$1 + p = \frac{1 + i_h}{1 + i_f}$$

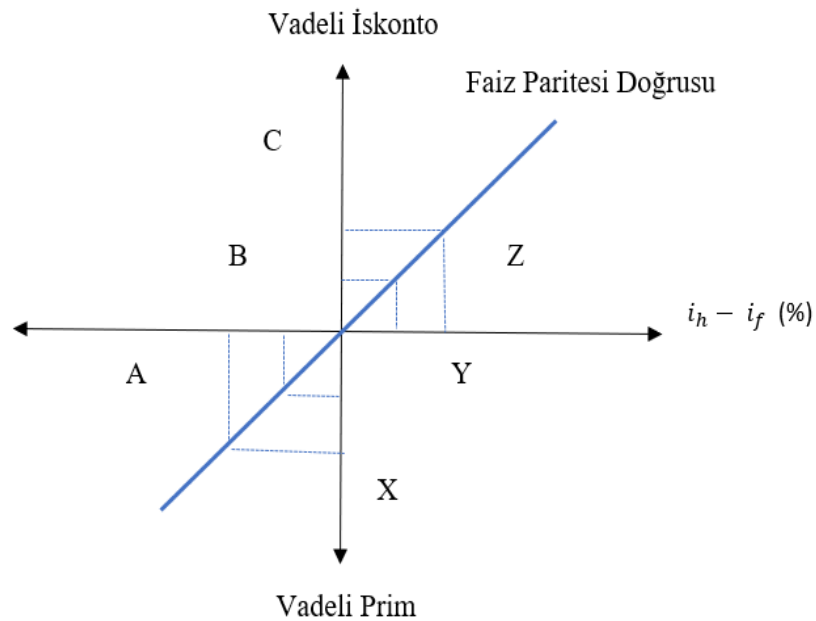
$$p = \frac{1 + i_h}{1 + i_f} - 1$$

Faiz paritesine göre; vadeli prim (iskonto) ile faiz oranı farkı arasındaki ilişki şu şekilde gösterilebilir:

$$p = \frac{F - S}{S} \cong i_h - i_f$$

Faiz paritesinin geçerli olduğu durumda teminatlı faiz arbitrajı söz konusu olamamaktadır. Yatırımcılar bu durumda teminatlı faiz arbitrajını kullanarak kendi ülkelerinde elde edebileceklerinden daha fazla getiri elde edememektedirler (Madura, 2020: 243). Grafik 1.4' te faiz paritesi gösterilmektedir.

Grafik 1.4.Faiz Paritesi Gösterimi



Kaynak: Seyidoğlu (2017: 459) temel alınarak, yazarın kendi çizimidir.

Faiz paritesi doğrusu üzerinde teminatlı faiz arbitrajı geçerli değildir. Doğrunun altında kalan noktalarda, yurtiçi faizler yabancı faizlerden yüksektir ve yerel para prim yapmaktadır. Dolayısıyla yabancı fonlar ana ülkeye yönelir. Doğrunun üzerinde kalan noktalarda ise, yabancı faizler yurtiçi faizlerden yüksektir ve yabancı para prim yapmaktadır (Seyidoğlu, 2017: 459 – 460).

Sonuç olarak teoriye göre yurtiçi faiz oranı ile yurt dışı faiz oranı arasındaki fark ve söz konusu ülkelerin para birimleri arasındaki (döviz kuru) ilişki uluslararası dolaylı yatırımları belirlemede önemli rol oynamaktadır.

1.2.3. Uluslararası Sermaye Akımlarını Belirleyen Etkenler

Küreselleşmenin hız kazanması ile başlayan finansal liberalizasyon dönemi, uluslararası sermaye hareketliliğini önemli ölçüde etkilemiş ve bu hareketliliğin kaynakları merak konusu olmuştur. Neoklasik teoriye göre; gelişmekte olan ülkelere sermaye görelili olarak kıt faktör olduğu için getirisi daha yüksek olacak ve sermaye gelişmiş ülkelere hareket edecektir. Fakat Lucas (1990) çalışmasında zengin ülkelere fakir ülkelere sermaye hareketlerini incelemiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının Neoklasik teorisinin öngördüğünün çok altında bir seviyede olduğunu öne sürmüştür. Literatürde Lucas Paradoksu olarak adlandırılan bu bulguyu açıklamaya yönelik yapılan çalışmalar hız kazanmıştır.

Literatüre göre bu faktörleri belirlemek kolay değildir. Gerek ele alınan dönem itibariyle gerekse örneklem seçimi farklılıkları nedeniyle birçok etken tartışılmış ve fikir birliğine varılamamıştır. Literatürde sermaye akımlarının belirleyicileri, dışsal (uluslararası) ve içsel (yurtiçi) faktörler olarak ele alınmaktadır (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1993; Hernandez, Mellado ve Valdes, 2001). Bazı çalışmalarda bu faktörlerin, geleneksel ve geleneksel olmayan faktörler olarak ayrıştırıldığı da görülmektedir. Geleneksel faktörler olarak ev sahibi ülkenin nüfusu, kişi başına geliri, GSYİH büyüme oranı, enflasyon oranı, döviz kuru gibi etkenler sıralanırken; geleneksel olmayan faktörlerde ise ülkenin ekonomik özgürlük seviyesi, yolsuzluk, kurumsal kalite, ortalama eğitim süresi gibi etkenler sıralanabilmektedir (Nunnenkamp, 2002 ve Kahai, 2004). Küreselleşmeyle birlikte sermaye akımlarını belirleyicilerini açıklamada geleneksel faktörlerin payının azaldığı ve geleneksel olmayan faktörlerin payının arttığı öne sürülmektedir (Nunnenkamp, 2002 ve Kahai, 2004). Bununla birlikte, doğası gereği bu faktörler, ülkeye özgü olduğu için içsel faktörler başlığı altında da ele alınabilmektedir.

1.3.1.Dışsal (Uluslararası) Etkenler

Dışsal (uluslararası) etkenler; *ev sahibi ülke ile ilgili olmayan*, küresel çaptaki faktörler olarak tanımlanabilir. Bir başka deyişle; ülkenin makroekonomik değişkenleri ile ilgili olmayan ve ülkedeki politika yapıcıların denetiminde olmayan faktörlerdir. Bu dışsallıklar uluslararası konjunktürde yaşanan mali krizler, iş dünyasındaki anlaşmazlıklar, resesyonlar, riskler gibi siyasi ve ekonomik gelişmeler şeklinde sıralanabilir. Nitekim ampirik gözlemler de ortaya koymuştur ki, gelişmiş ülkelerdeki yaşanan durgunlukla birlikte faiz oranlarındaki düşüşler, getiri oranlarının düşmesine neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerde getiri oranları düşerken, gelişmekte olan ülkelere ise daha yüksek getiri oranları söz konusu olmuştur. Böylelikle sermaye, gelişmiş ülkelere yönelmiştir. Örneğin, 1990'lı yıllarda ABD, Almanya ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının düşmesiyle, gelişmekte olan ve daha yüksek faiz oranları sunan Latin Amerika ve Asya ülkelerine sermaye girişleri hız kazanmıştır (Calvo vd., 1996).

Gelişmiş ülke ekonomilerinde zaman zaman yaşanan durgunluklar nedeniyle sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesi, bu ülkeler için aynı zamanda dışsal şok olarak da tanımlanabilmektedir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan dönemsel sorunlar geçtikten sonra, sermaye yeniden gelişmiş ülkelere dönebilmektedir. Bunun nedeni gelişmiş ülke ekonomilerinin, gelişmekte olan ülkelere nazaran daha az risk barındırmalarıdır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye çıkışları, ülke ekonomisinde istikrarsızlıklar yaratabilmektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler, uluslararası etkenler sebebiyle ülkelere gelen sermayenin zaman içinde geri dönebileceği ihtimalini de göz önünde bulundurmalıdır (Montiel ve Reinhart, 2001).

1.3.1.1. Finansal Küreselleşme

Küreselleşme, ülkelere özgü maddi ve manevi değerlerin ulusal sınırları aşarak küresel düzeyde yaygınlık kazandığı uluslararası bütünleşme sürecidir. Söz konusu değerler ekonomik nitelikte olabileceği gibi siyasi, sosyal ve kültürel nitelikte de olabilmektedir. Bu perspektiften değerlendirildiğinde küreselleşme; dünyada politika, ekonomi, kültür, hukuk, eğitim gibi pek çok alanda gözlemlenmektedir. Özetle küreselleşme, ülkelerin ve ekonomilerin daha entegre olması ve karşılıklı bağımlılığın artmasıdır. İkinci Dünya Savaşı sonrası 1944 yılında, 44 ülkenin katılımıyla gerçekleşen ve uluslararası finansal sistemin kurulmasını amaçlayan Bretton Woods toplantısı sonrası küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte dünya adeta tek bir pazar haline gelmiştir.

Dolayısıyla bu konjunktürde sermaye hareketlerini belirleyen dışsal etkenlerden biri küreselleşmenin bir alt bileşeni olan finansal küreselleşmedir. Literatürde sıkça ele alınan konulardan biri olan finansal küreselleşme veyahut finansal entegrasyon, sermaye akımlarını da etkilemektedir. (Stallings, 2007; Abraham ve Schmukler, 2017). Finansal entegrasyon bir ülkenin uluslararası sermaye piyasalarıyla olan bağlantıları ifade ederken; finansal küreselleşme ise sınır ötesi finansal akımlar yoluyla artan küresel bağlantılardır. Fakat birbirleriyle yakın anlamda oldukları gerekçesiyle literatürde birbirlerinin yerine kullanılmaktadır (Prasad vd., 2003: 7). Finansal küreselleşme ile birlikte sermaye akımlarının serbest dolaşımı sağlanmakta ve yatırımcıların uluslararası sermaye yatırımlarını arttırmaktadır (Obstfeld, 1994). Fakat finansal küreselleşme ile birlikte sermaye akımlarının volatilitesi de artabilmekte, bu da sermaye hareketleri kaynaklı krizlere sebebiyet verebilmektedir (Neumann vd., 2009; Carp, 2014).

1.3.1.2.Uluslararası Faiz Oranları

Faiz, sermayenin maliyeti olarak tanımlanmaktadır. Faiz oranları yatırımcıların yatırım yapıp yapmama kararlarında etkili olduğu gibi aynı zamanda hangi yatırım araçlarına yatırım yapacakları kararlarında da etkilidir (Öztürk ve Durgut, 2011: 120). Bir yandan uzun vadeli doğrudan yatırımlarda faiz yatırımcıyı negatif etkileyebilirken, bir yandan kısa vadeli yatırımlar için yüksek faiz oranları yatırımcılar için daha cazip olabilmektedir.

Uluslararası faiz oranları, literatürde sermaye akımlarını etkileyen dışsal faktörlerin başında gelmektedir (Calvo vd., 1993; Taylor ve Sarno, 1997; Kim, 2000). Sanayileşmiş ülkelerin faiz oranlarındaki aşağı yönlü hareket; kısa vadeli sermaye yatırımlarının da getiri oranlarını azaltacaktır. Bu durum sermayenin görece olarak daha fazla kazanç sağlayacağı yüksek faiz oranları sunan ülkelere hareket etmesine yol açmaktadır. Örneğin, 1990'lı yılların başında ABD'de yaşanan faiz oranlarındaki düşüş Latin Amerika'ya sermaye akımlarının hız kazanmasına yol açarken; Japonya'da yaşanan resesyona eğilimler ise Asya'ya sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Dolayısıyla uluslararası faiz oranları, sermaye hareketlerinin yönünü belirlemede önemli bir faktördür.

1.3.1.3.Küresel Büyüme Oranları

Küresel büyüme oranları, sermaye akımlarını etkileyen bir diğer faktördür. Uluslararası faiz oranları ile oldukça ilişkilidir. Ülkede ekonomik büyüme yavaşlıyorsa durgunluktan söz edilmektedir. Ekonomide durgunluk; ekonomik aktivitelerin daralması, işsizlik oranlarının artması, toplam talebin azalması gibi göstergelerle açıklanabilir. Ekonomideki durgunlukla birlikte faiz oranlarındaki düşüş sermaye akımlarını etkilemektedir. Literatürde küresel büyüme oranı için sıklıkla ABD sanayi üretim endeksi büyüme oranı (Çulha, 2006), ABD GSYİH büyüme oranı (Vita ve Kyaw, 2008), gelişmiş ülkelerin GSYİH büyüme oranları (Hernandez vd., 2001) gibi çeşitli değişkenler kullanılmıştır. Özellikle gelişmiş ülke piyasalarındaki durgunluk, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımını teşvik edebilmektedir (Chuhan, Claessens and Mamingi, 1993: 3; Byrne ve Fiess, 2016). Dünyanın önde gelen finans merkezlerinde meydana gelen bir resesyon, gelişen piyasaları daha kârlı ve çekici hale getirerek uluslararası sermayenin hareketine neden olmaktadır (Obstfeld ve Taylor, 2002). Küresel büyüme oranlarındaki artış ise sermaye akımlarını olumlu etkileyebildiği gibi piyasalarda enflasyonist bir baskı oluşturarak olumsuz da etkileyebilmektedir (Çulha, 2006).

1.3.1.4.Küresel Risk İştahı

Sermaye akımlarını belirleyen bir diğer etken ise hiç kuşkusuz yatırımcıların risk iştahıdır. Risk; en dar anlamıyla belirsizliktir. Herhangi bir yatırım yapılacağında; yatırımcının üstlenmek zorunda olduğu çeşitli riskler söz konusudur. Bu riskler: (i) yatırım yapılan ülkedeki hükümet politikaları, (ii) yatırımın getireceği kâr – zarar şeklinde sıralanabilir. Risk ve getiri arasında ise pozitif bir ilişki söz konusudur. Bu sebeple yatırımcının risk iştahı arttıkça riskli varlıklara yatırımlar artacaktır. Nitekim literatürde risk seviyesindeki artışların yatırımları arttırdığına dair bulgulara ulaşan çalışmalara da rastlanılmaktadır (Baek, 2006). 2008 küresel ekonomik krizinde de bu durum söz konusu olmuştur. Yatırımcılar daha çok getiri elde etmek amacıyla daha riskli varlıklara yatırım yapmışlardır.

Yüksek kazançlar elde etme güdüsüyle hareket eden sermaye sahipleri, gelişmiş ülkelere nazaran daha çok riskli varlık barındıran gelişmekte olan ülke ekonomilerine

yönelmektedirler. Küresel risk iştahı, genellikle VIX endeksi³ ve risk iştahı endeksi⁴ (RAI) ile ölçülmektedir (Baek, 2006; Arbatli, 2011; Forbes ve Warnock, 2012). Fakat riskler arttıkça potansiyel geri döndürülemezlik nedeniyle yatırımların baskılanabilmesi de söz konusu olabilmektedir. Bu sebeple yatırımcılar riskten kaçınabilmekte ve riskler arttıkça yatırımlarını daha güvenli varlıklara veya daha güvenli ülke piyasalarına da yönlendirebilmektedir (Byrne ve Fies, 2016; Ahmed ve Zlate, 2014; Demirer vd., 2018).

1.3.2.İçsel (Yurtiçi) Etkenler

İçsel (yurtiçi) etkenler; ülkeye özgü olan ve politika yapıcıların müdahale edebileceği faktörlerdir. Bu faktörler; ülkenin makroekonomik değişkenleri ve iç politikalarıyla ilgilidir. Sermaye akımları, ülkede finansman kaynağı yaratırken; istihdam, üretim, verimlilik artışlarına da yol açmaktadır. Bu sebeple, özellikle gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermayeyi ülkeye çekecek politikalar uygulamak önemlidir. İlk olarak ülkedeki finansal piyasaların liberalizasyonu önem arz etmektedir. Ülkede sermaye kontrollerinin azaltılması, ülkenin daha istikrarlı ve etkin bir piyasaya sahip olması, yapısal reformları, yatırım teşvikleri, makroekonomik ve siyasi istikrarı, belirsizliklerin ve risklerin seviyesi sermaye akımlarını ülkeye çeken etkenler olarak sıralanabilir. Bu etkenler ülkenin güvenilirliğini arttırırken, ülkeye gelen sermaye akımlarını güçlendirecek iyimser bir duruma götürmektedir (Hoti, 2002).

1.3.2.1.Ekonomik Büyüme (Piyasa Büyüklüğü)

Ekonomik büyüme, dar anlamda ülkedeki üretim kapasitesinin artması olarak tanımlanmaktadır. Ülkedeki sermaye birikiminin, istihdamın, teknolojik gelişmenin, eğitilmiş işgücünün ve ticaretin artması büyümeyi sağlayan temel faktörlerdir. Ekonomik büyüme genellikle Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ile ölçülmektedir. GSYİH; bir ülkede belirli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin piyasa fiyatları cinsinden değeridir.

Ekonomik büyüme, sermaye akımlarını belirleyen yurtiçi etkenlerin başında gelmektedir. Ülkenin ekonomik büyüklüğü, piyasa büyüklüğüne de işaret etmektedir. Özellikle uzun vadeli yatırımlarda, yatırımcılar en az maliyetle üretimi gerçekleştirmeyi

³ Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX), piyasalardaki korkunun derecesini ölçen bir endekstir. S & P 500 hisse opsiyon fiyatlarını kullanan VIX, opsiyon fiyatlarının piyasa volatilitesi ile ilişkisinden yola çıkarak piyasanın beklenen volatilitisini belirlemektedir (Vikipedi, VIX Endeksi).

⁴ Avustralya merkezli Westpac, risk iştahı endeksi (RAI) oluşturmak için döviz piyasalarında meydana gelen kısa vadeli değişiklikler kullanılmaktadır. RAI, zamanın bir noktasında aşırı getiri ve aşırı risk arasındaki ilişkiyi ölçmektedir. Pozitif endeks ölçümleri, riske daha fazla ilgi duyduğunu gösterirken, negatif endeks ölçümleri ise, risk iştahının azaldığını göstermektedir (Akdağ ve İskenderoğlu, 2019).

ve yüksek kazanç elde etmeyi arzu etmektedirler. Bu sebeple piyasa hacminin büyük olduğu ekonomilere yönelmektedirler. Piyasa büyüdükçe ölçek ekonomisi etkin hale gelerek maliyetler düşecektir. Piyasanın büyümesiyle üretilen mal ve hizmetlere olan talep artmakta ve firmaların daha fazla kâr elde etme fırsatı ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla, sermaye akımları ile ülkenin büyüme oranı ve piyasa büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki söz konusudur (Chakrabarti, 2001; Ralhan, 2006; Udoh ve Egwaikhide, 2008; Osinubi ve Amaghionyeodiwe, 2009; Dhakal vd., 2010).

Diğer taraftan, ülkedeki ekonomik büyümenin artması için üretim artışının gerçekleşmesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise tasarruf ve sermaye açığı söz konusudur. Bu nedenle üretim artışları için genellikle yabancı sermayeye de ihtiyaç duyarlar. Bu sebeple yabancı sermaye ile piyasa büyüklüğü arasında karşılıklı bir ilişki vardır (Sethi, 2013; Duasa ve Kassim, 2009; Mishra vd., 2010). Yabancı sermaye daha büyük pazar hacmine sahip ülkelere yönelmeyi tercih ederken, ülkeler pazar hacmini büyütebilmek için daha fazla yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar.

1.3.2.2.Yurtiçi Faiz Oranı

Sermaye akımlarında, uluslararası faiz oranları kadar ülkenin yurtiçi faiz oranı da etkilidir. Yüksek faiz oranları; özellikle portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak adlandırılan kısa vadeli yatırımları arttırabilmektedir. Bir ülkede yurtiçi faiz oranı ile uluslararası piyasalardaki faiz oranları arasındaki fark, getiri farklılıklarına yol açarak sermaye hareketlerini şekillendirmektedir (Calvo vd., 1993). Eğer ülkedeki yurtiçi faiz oranları, küresel faiz oranlarından yüksekse, o ülkeye sermaye girişi daha fazla olabilmektedir (Erataş ve Öztekin, 2010; Hannan, 2017; Karimo, 2020). Bu sebeple görece olarak yüksek reel faiz ve düşük kur politikası uygulayarak spekülasyon arbitraj olanakları sağlayan ülkeler, yatırımcılar için daha fazla kâr imkânı sunmaktadır. Fakat herhangi bir kriz anında kısa vadeli bu sermaye akımlarının ülkeden ani çıkışları, ülke ekonomisini daha da olumsuz etkileyebilmektedir. Bu sebeple hükümetler, ülkenin kalkınmasını destekleyecek uzun vadeli yatırımları çekmeyi arzu etmektedirler.

Uzun vadeli yatırımlar ise faiz oranlarının yüksek olmasından olumsuz etkilenebilmektedir (Musyoka ve Ocharo, 2018). Nitekim faiz, finansman maliyetidir. Finansman maliyetlerinin yüksek olduğu bir ekonomide, yabancı yatırımcı uzun vadeli yatırım yapmak istemeyerek ya yatırım yapmaktan vazgeçecektir ya da kısa vadeli yatırım yapmaya karar verecektir. Dolayısıyla literatürde yurtiçi faiz oranı ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında negatif bir ilişki bulan çalışmalar söz konusudur (Siddiqui ve

Aumeboonsuke, 2014; Boateng vd., 2015). Fakat ikisi arasında pozitif ilişki tespit eden çalışmalar da literatürde mevcuttur (Fazira ve Cahyadin, 2018). Faiz oranı ile doğrudan yabancı yatırım arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığına dair çalışmalar da literatürde yer almaktadır (Faroh ve Shen, 2015; Onyeiwu ve Shrestha, 2004; Anna vd., 2014). Dolayısıyla yurtiçi faiz oranları, sermaye akımlarını belirlemede önem arz etmektedir.

1.3.2.3.Enflasyon Oranı

Enflasyon; fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artış şeklinde ifade edilmektedir. Bir ülkede enflasyonun devamlılık arz etmesi, ekonomide istikrarsızlıklar yaratırken belirsizlikleri de beraberinde getirir. Dolayısıyla riskler de artmaktadır. Ülkedeki makroekonomik istikrarı temsil eden değişkenlerden biri olan enflasyon ve enflasyon volatilitésinin artması, yatırımcının ekonominin gidişatına dair öngöründe bulunamamasına yol açarak yatırımları olumsuz etkileyebilmektedir (Nunes vd., 2006; Udoh ve Egwaikhide, 2008; Gumus vd., 2013; Aydemir ve Genç, 2015). Kontrol altına alınamayan enflasyon hızı, üretim maliyetlerini de arttırmaktadır. Bu durum özellikle uzun vadeli yabancı yatırımlarda azalışa neden olabilmektedir.

Fakat tam tersi durumda söz konusu olabilmektedir. Botric ve Skuflic (2006), enflasyon oranındaki artışların, yatırım mallarının fiyatlarının ve getirilerinin artacağını, böylece kârını arttırmak isteyen yatırımcıları cezbedebileceğinin altını çizmiştir. Sonuç olarak, enflasyon oranının sermaye akımlarını belirlemede önemli bir faktör olduğu fakat etkisinin belirsiz olduğu ifade edilebilir.

1.3.2.4.Döviz Kuru

Enflasyon oranı gibi döviz kuru da ülkenin makroekonomik istikrarını gösteren bir değişkendir. Döviz kuru; bir birim yabancı paranın yerli para cinsinden fiyatıdır (Feenstra ve Taylor, 2012: 26). Dalgalı döviz kuru isteminde döviz kurunun artması, ulusal paranın değer kaybetmesi; döviz kurunun azalması ise ulusal paranın değer kazanması anlamına gelmektedir. Ülkenin parasının değerini temsil eden ve en mühim göstergelerinden biri olan döviz kuru; başta ülkenin dış ticaretini dolayısıyla cari dengesini, rekabetini, yurtiçi fiyatlarını ve sermaye akımlarını önemli ölçüde etkilemektedir.

Literatürde sermaye akımları ile döviz kuru ilişkisi sıkça tartışılmıştır. Ülkenin döviz kurundaki istikrar yatırımcı için riskleri azaltacaktır. İstikrarlı bir döviz kuru,

yatırımcıların girdi maliyetlerinde ve olası kâr – zararında etkili olmaktadır. Ülkenin yerli para biriminin değer kaybetmesi, göreceli olarak ihracatı arttırırken yatırımcıların gelirlerinin de artmasına olanak sağlayacaktır (Benassy-Quere vd., 2001; Kiyota ve Urata, 2004; Udomkerdmongkol vd., 2009). Fakat üretim için girdilerde dışa bağımlılık söz konusu ise döviz kurunun yükselmesi üretim maliyetlerini olumsuz etkileyecektir. Bu durumda yatırımlar da azalacaktır. Ülkeye sermaye girişi söz konusu olduğunda, döviz arzı artarak yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açacaktır. Bu durum neticesinde ihracat azalırken ithalat artacak ve ülkenin dış ticaret dengesi olumsuz etkilenecektir (Gautam vd., 2020).

Reel döviz kurundaki volatiliteler de sermaye girişlerini etkilemektedir. Döviz kurundaki volatiliteler makroekonomik belirsizliğe neden olmaktadır. Bundan dolayı döviz kuru volatilitesindeki artışların sermaye akımlarını olumsuz etkilemesi beklenmektedir (Benassy-Quere vd., 2001; Udoh ve Egwaikhede, 2008; Dal Bianco ve Cong To Loan, 2017). Diğer taraftan literatürde üretim esnekliği tezi (Production Flexibility Argument) olarak bilinen Abel (1983) çalışmasında olduğu gibi; makroekonomik belirsizliklerin yatırımları arttırabildiği de ileri sürülmüştür. Abel (1983) çalışmasında belirsizliklerin artmasıyla, sermayenin gelecekteki marjinal gelir ürünlerinin beklenen değerini artırma eğiliminde olduğunu tespit etmiştir. Böylece belirsizliklerin artması yatırımları arttıracaktır.

1.3.2.5.Dışa Açıklık

Bir ülkenin ticaret açıklığı, genellikle ülkenin dışa açıklık derecesini temsil etmektedir. Ülkenin dışa açıklık derecesi de bir nevi dünya ile entegre olma derecesini ifade etmektedir. Dışa açıklık genellikle ihracat ve ithalatın toplamının GSYİH'ye oranı olarak tanımlanmaktadır (Addison ve Heshmati, 2003; Dhakal vd., 2010; Narayanamurthy vd., 2010; Özcan ve Arı, 2010). İhracatın ithalata oranı (Erdal ve Tatoğlu, 2002) ve toplam ticarete değişim (Ho vd., 2011) gibi tanımlamalar da mevcuttur.

Dışa açık bir ülke, ticaret ve sermaye piyasası ile ilgili politikalarını küresel koşullara göre şekillendirmektedir. Ticari kısıtlamaların ve sermaye üzerindeki kontrollerin kaldırılması hiç kuşkusuz sermaye akımlarını belirleyen en önemli etkenlerdendir. Açık bir ekonomide, yatırım için gerekli mal ve hizmetlere erişmek göreceli olarak daha kolay olmaktadır. Literatürde de dışa açıklık (ticarete açıklık) sermaye akımlarının temel belirleyicilerinden biri olarak kabul edilmektedir. Birçok çalışmada

dışa açıklığın sermaye akımları üzerinde pozitif etkisinin olduğu sonucuna ulaşılırken; (Holland and Pain, 1998; Benassy-Quere vd., 2001; Sahoo, 2006; Kar ve Tatlısöz, 2008) dışa açıklığın sermaye akımları üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşan çalışmalara da literatürde az da olsa rastlanılmaktadır (Özcan ve Arı, 2010). Dışa açıklık ile sermaye akımları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanılmayan çalışmalar da mevcuttur (Sahoo, 2006; Dhakal, 2010; Narayanamurthy vd., 2010).

1.3.2.6. Beşeri Sermaye

Bir ülkenin sahip olduğu işgücü stoğu ve işgücünün niteliği sermaye akımlarını belirlemede önemli faktörlerden olduğu ifade edilmektedir. Emeğin görece olarak bol olduğu ülkelerde emek maliyeti de düşecektir. Böylece uzun vadeli yatırımcı için yatırım maliyetlerinde azalış sağlanacaktır. Özellikle emek yoğun sektörde faaliyet gösterecek yatırımcılar, görece olarak ucuz işgücüne sahip ülkelere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Ücretleri düşük olan ülkelerde üretimden kaynaklanan masraflardan biri olan işgücünün minimuma inmesi, yatırımcıların önceliklerindedir (Kar ve Tatlısöz, 2008).

İşgücünün maliyeti kadar niteliği de önemlidir. Sadece ucuz işgücü ile üretim maliyetlerinin avantaja çevrilmesi değil, vasıflı işgücü ile verimliliğin artırılması da yatırımcılar için bir o kadar önem arz etmektedir. Emeğin verimliliği ve girdi maliyetlerindeki düşüş yatırımcıları pozitif etkileyecek ve ülkeye gelen sermaye akımları artacaktır (Dal Bianco ve Cong To Loan, 2017). Literatürde beşeri sermayenin sermaye akımlarını pozitif etkilediği tespit edilmiştir. (Alfaro vd., 2007; Arbatli, 2011). Fakat işgücünün niteliğinin artması bir yandan verimlilik artışları sağlarken, bir yandan işgücüne ödenen ücretlerde de artışa neden olmakta ve üretim maliyetlerini artırmaktadır. Bu durumun neticesinde yatırımlar olumsuz etkilenmektedir (Nunes vd., 2006; Kar ve Tatlısöz, 2008). Literatürde emek maliyetini temsil etmesi için genelde ücretler kullanırken (Lankes ve Venables, 1996; Nunes vd., 2006; Kar ve Tatlısöz, 2008), işgücünün niteliğini temsil etmesi için eğitimin temel alındığı görülmektedir (Addison ve Heshmati, 2003; Alfaro vd., 2007; Arbatli, 2011; Byrne ve Fies, 2016).

1.3.2.7. Hükümet Politikaları

Hükümetin sermaye akımlarını teşvik edici ve kısıtlayıcı politikaları da sermaye akımlarını belirlemede bir o kadar rol oynamaktadır. Yatırım teşvikleri sermaye akımlarını olumlu etkilerken (Kar ve Tatlısöz, 2008; Ali ve Guo, 2005), sermaye

kontrolleri gibi sermaye akımlarını kısıtlayıcı politikalar (Arbatli, 2011; Forbes ve Warnock, 2012) ise elbette ki yatırımları olumsuz etkileyecektir. Sermaye akımlarını etkileyen politikalardan biri de kuşkusuz vergi oranlarıdır. Vergi oranlardaki artış veyahut yüksek vergi oranlarının ise sermaye akımlarını negatif etkilediği ifade edilmektedir. (Abdioğlu vd., 2016; Özcan ve Arı, 2010). Yabancı yatırım çekmek isteyen ülkeler vergi oranları üzerinde teşvikler ve düzenlemeler yaparak yatırımcıdan fayda sağlamayı amaçlamaktadır. Yabancı yatırımların artması ulusal geliri artıracak ve bu şekilde de vergi gelirleri artacaktır. Hükümet, hem sermaye girişlerini artırmış hem de vergi gelirlerini istedikleri şekilde elde etmiş olacaklardır (Aydemir ve Genç, 2015: 24).

1.3.2.8.Alt yapı

Sermaye akımlarının belirleyicilerinden biri olarak kabul edilen ve sıklıkla ele alınan bir diğer etken altyapıdır. Ülkenin altyapısı bir nevi ülkenin gelişmişlik seviyesini göstermektedir. Kaliteli ve gelişmiş altyapı sistemleri ülkeye sermaye girişlerini etkilemektedir. Ulaşım sistemlerinin (kara yolları, demir yolları vb.) ve iletişim hizmetlerindeki gelişmelerin artması zamandan tasarruf sağlarken, bilgi toplama maliyetlerini azaltmaktadır (Özcan ve Arı, 2010:71). Dolayısıyla gelişmiş bir altyapı ağı ile yatırımlar arasında pozitif bir ilişkili olması beklenmektedir (Wheeler ve Mody, 1992; Loree ve Guisinger, 1995; Erdal ve Tatoğlu, 2002; Narayanamurthy vd., 2010). Genellikle ülkedeki telefon hattıyla temsil edilen altyapı değişkeni (Asiude, 2002; Udoh ve Egwaikhide, 2008; Dal Bianco ve Cong To Loan, 2017); sabit sermaye varlıkları, arazi, maddi olmayan varlıklar ve mali olmayan ve askeri olmayan varlıklar elde etmek için sermayeye yapılan kamu harcamaları tarafından da temsil edilmektedir (Nunes vd., 2006 ve Narayanamurthy vd., 2010).

1.3.2.9.Uzaklık

Uzaklık, ülkeler arasındaki etkileşimi kuşkusuz etkilemektedir. Ülkeler arasındaki ikili ticaret ilişkisinin incelenmesinde kullanılan Gravity (çekim) modelinin temel bileşenlerinden olan uzaklık, sermaye hareketlerini de etkileyebilmektedir. Yabancı yatırımcılar, yatırım yapacakları ülkeler ile yerleştiği olduğu ülke arasındaki gerek fiziki uzaklık gerek kültürel farklılıklar gibi unsurlardan etkilenebilmektedir. Özellikle uzun vadeli doğrudan yatırımlar söz konusu olduğunda uzaklık önem arz etmektedir. Uzaklık arttıkça taşıma maliyetleri artmaktadır. Dolayısıyla doğrudan yatırımların olumsuz etkilenebileceği ifade edilmektedir (Benassy-Quere vd., 2001; Alfaro vd., 2007).

Küreselleşme ve teknolojinin geldiği boyutla birlikte, kısa vadeli sermaye hareketlerinin coğrafi uzaklıktan etkilenmemesi beklenebilir. Ancak, uzaklık sadece coğrafi olmamakla birlikte; kültürel de olabilmektedir. Kültürel farklılıklar ve bilgi transferindeki sürtüşmeler (asimetrik bilgi) de uzaklık olarak ele alınabilmekte ve sermaye hareketlerini olumsuz etkileyebildiği görülmektedir (Loree ve Guisinger, 1995 ve Portes ve Rey, 2005).



İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL KALİTE KAVRAMI

TEORİK ÇERÇEVE VE AMPİRİK LİTERATÜR

Çalışmanın bu kısmında kurum kavramı kurumsal iktisat çerçevesinde ele alınacak ve kurumsal kaliteyi ölçmede kullanılan endeksler tanıtılarak, kurumsal kalite ile sermaye akımları arasındaki ilişkiyi inceleyen ampirik literatür özetlenecektir.

2.1.Kurumlar ve Kurumsal İktisat

Kurumsal kalite kavramını anlamak için öncelikle kurum ve kurumsal iktisat kavramlarını ele almak gerekmektedir. Kurumlar, özellikle sosyal bilimlerde önemli yeri olan ve toplumun günlük yaşantısından politikaya, özellikle de ekonomiyi şekillendiren bir olgudur. Kurumların birçok tanımı olsa da literatürde en sık karşılaşılan tanımı North (1991) tarafından yapılan “toplumdaki oyunun kurallarıdır” tanımıdır. North (1991)’a göre; “Kurumlar; toplumdaki etkileşimleri şekillendiren, insanlar tarafından getirilen kısıtlamalardır.” Resmi ve gayri resmi olarak ikiye ayrılan bu kısıtlamalar kurumları oluşturmaktadır. Anayasa, kanunlar, yönetmelikler, yönergeler vb. resmi ve yazılı olarak kabul edilirken; gelenek, görenek, adetler vb. ise resmi olmayan fakat toplum düzenini etkileyen kısıtlamalardır (North, 1991, 1994).

Kurumların yaşamın her alanını özellikle de ekonomiyi şekillendirmesi iktisat alanında da yer bulmuş ve iktisat biliminde kurumsal iktisat ekolünün doğmasına yol açmıştır.

2.1.1. Kurumsal İktisat

Geleneksel iktisat ülkeler arasındaki uluslararası ticaretin neden yapıldığı sorusuna cevap ararken en başta ülkelerin birbirinden farklı olduğunu ve bu ekonomik farklılıkların sebeplerini de, ülkelerin sahip oldukları kaynakların farklılaşması olarak açıklamıştır. İki mal ve iki ülkenin olduğu varsayımı altında Adam Smith 1776 yılında yayınladığı “Ulusların Zenginliği” kitabında Mutlak Üstünlükler Teorisi’ni öne sürmüş ve ülkeler arasında üretimin farklılaşmasını; ülkelerin üretimde mutlak olarak üstün oldukları malı üretmesi, dezavantajlı olduğu malı ise ithal etmesiyle açıklamıştır. Adam Smith’e göre bir ülke kazanırken diğer ülke kaybedecektir. David Ricardo ise 1817 yılında yayınladığı “On the Principles of Political Economy and Taxation” adlı kitabı ile Karşılaştırmalı Üstünlükler Teorisi’ni öne sürmüş ve ülkelerin sahip oldukları

kaynaklarla görel olarak üstünlükleri olup, her iki ülkenin de ticaretten kazançlı çıkabileceğini öne sürmüştür. Bu teoriler ülkeler arasındaki kaynak farklılıkların sebebini açıklayamadığı gerekçesiyle Neoklasik iktisatçılar tarafından eleştirilmiştir. Heckscher – Ohlin tarafından öne sürülen Faktör Donatımı Teorisi’nde ise; ülkelerin sahip oldukları emek ve sermaye bileşimi aynı değildir. Ülkelerin üretimi sahip oldukları emek-sermaye bileşimine göre şekillenmektedir. Sermaye yoğun ülkeler sermaye yoğun mallar üretirken, emek yoğun ülkeler ise emek yoğun mallar üretecektir. Fakat bu teoride de iki ülke, iki mal olduğu varsayılmaktadır. Oysa gerçek dünyada iki mal ve iki ülke yoktur. Neoklasik iktisadın kabul ettiği gibi, gerçek ekonomide bireyler rasyonel olmayabilir ve tam bilgiye erişemeyebilir. Bireyler bilgiye erişmek için Neoklasik iktisadın yok saydığı çeşitli işlem maliyetlerine katlanabilir. Dolayısıyla ülkeler arasındaki ekonomik farklılıkların sebebi, ülkelerin sahip oldukları kaynaklar tarafından tamamıyla açıklanamamaktadır.

Bu noktada ülkelerin gelişmişlik ve ekonomik seviyelerindeki farklılıkların nedeninin, ülkelerdeki kurumlar ve kurumlardaki değişimin olduğunu ileri süren bir yaklaşım ortaya çıkmıştır. Kurumsalcı yaklaşım iktisat tarihinde; ekonomik düzen ve süreçlerin esasını bireylerden ziyade kurumların oluşturduğunu ve bireylerin bu kurumların tesirinden bağımsız düşünülmemeyeceğini savunan yaklaşımın genel adıdır. (Demir, 1996: 64). Ülkelerdeki kurumlar ve ekonominin gidişatını şekillendiren kurallar, ülkeleri birbirlerinden ayırmaktadır (Acemoğlu ve Robinson, 2022).

20. Yüzyılda ortaya çıkan Kurumsal İktisat Doktrini, ilk kez 1919 yılında Walton Hamilton tarafından ortaya atılmıştır. Hamilton (1919) “The Institutional Approach to Economic Theory” isimli makalesinde Neoklasik iktisadın zaman içerisinde değişen sorunlara çözüm bulma noktasında yetersiz kaldığını ve gelişen topluma uyum sağlayamadığını ileri sürerek, kurumsal iktisadın bu ihtiyaçlara yanıt verebileceğini dile getirmiştir. Neoklasik iktisadın değişmez doğa ve düzen, kendiliğinden denge gibi kavramlarına karşı çıkmış ve bunların eleştiriye açık olduğunu söylemiştir. Hamilton’dan sonra kurumsal iktisat alanında yapılan çalışmalar artmıştır. Neoklasik iktisat ile kurumsal iktisat arasındaki farklar Tablo 2.1’ de gösterilmektedir.

Tablo 2.1. Neoklasik İktisat – Kurumsal İktisat Farklılıkları

Neoklasik İktisat	Kurumsal İktisat
İktisadi davranışlar zaman ve mekândan bağımsızdır.	İktisadi davranışlar zaman ve mekândan bağımsız değildir. Evrimsel süreç söz konusudur.
İktisadi sistemin özünü bireyler oluşturur.	İktisadi sistemin özünü kurumlar, kurallar ve grup davranışları oluşturur.
İşlem maliyeti yoktur.	İşlem maliyeti vardır.
Bireyler tam bilgiye sahiptir ve rasyoneldir.	Bireyler tam bilgiye ulaşamayabilir ve sınırlı rasyonelitedir.
Esas iktisadi mesele; kaynak tahsisi, toplam üretim, arz – talep, istihdam, fiyatlar genel düzeyi ve gelir dağılımı üzerinedir.	Esas iktisadi mesele; sistemin düzenlenmesi ve kontrolü, iktidar yapısı, devlet – mülkiyet hakları üzerinedir.

Kaynak: Demir, 1996; Savaş, 2000; Aktan ve Vural, 2006 çalışmalarından yararlanılarak, yazar tarafından derlenmiştir.

Kurumsal iktisat alanında yapılan ilk çalışmalarda Neoklasik iktisat varsayımları tamamen reddedilse de daha sonra Neoklasik iktisadın bazı varsayımları kabul edilerek analizler gerçekleştirilmiştir. Bu noktada kurumsal iktisat; Eski Kurumsal İktisat ve Yeni Kurumsal İktisat olarak ikiye ayrılmaktadır.

2.1.1.1.Eski Kurumsal İktisat

Thorstein Veblen, Wesley Mitchell ve John R. Commons gibi iktisatçıların önderlik ettiği Eski Kurumsal İktisat, bireysel davranışlardan daha çok toplumsal davranışları incelemeye odaklanmıştır. Eski Kurumsal İktisat alanında ilk çalışmalar Thorstein Veblen ile başlamaktadır. Veblen'e göre kurumlar, “*düşünce alışkanlıkları*” olarak tanımlanmaktadır (Veblen, 1906). Hiç kuşkusuz toplumdaki düşünceler ve davranışlar zaman içerisinde değişmekte ve gelişmektedir. Dolayısıyla evrimsel bir süreç ortaya çıkmaktadır. Kurumların bu evrimsel gelişmeyle birlikte ekonomiyi şekillendirdiğini ve iktisadi genellemelerin mevcut şartlara göre farklılık göstereceğini ileri sürmektedir. Eski Kurumsal İktisat bu savıyla, Klasik İktisat'ın varsaydığı statik dengeye karşı çıkmıştır. Ayrıca Klasik İktisat'ın varsaydığı gibi toplumda denge ve uyumun olmadığını, toplumdaki aktörler arasında çıkar çatışması olduğunu ileri sürmüştür. Veblen, “Aylakların Sınıfı” (1899) adlı kitabında, sanayinin gelişmesi ile birlikte teknolojik avantajların mülk sahiplerinin eline geçtiğini ve bunun mülk sahiplerinin zenginleşmesine yol açtığını ileri sürmüştür. Bu zenginleşme sonucunda

paralı kesim üretimi azaltıp fiyatları arttırarak kârlarını maksimize etmeye çalışmaktadır. Böylece Aylak Kesim olarak adlandırılan zengin kesim daha da zenginleşirken, toplumu oluşturan işçi kesimi ise fakirleşmekte ve aralarında bir çıkar çatışması meydana gelmektedir (Aktan ve Vural, 2006). Gelir dağılımı arasındaki bu dengesizlik, toplumsal düzeyde birçok olumsuzluğu beraberinde getirmiştir. Özellikle Eski Kurumsal İktisat'ın ortaya çıktığı zamanlarda Amerika'da gelir dağılımındaki bu dengesizlik ve adaletsizliğe; çalışma saatlerinin uzunluğu, iş kazaları ve çeşitli sağlık sorunları söz konusu olduğunda çalışanların güvencesizliği, vergi yükünün işçiler üzerine yoğunlaşması gibi sorunlar eşlik etmiştir. Tüm bu sorunlarla birlikte Klasik İktisat'ın çözüm ve önerilerinin yetersiz kaldığı ve “Bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” yaklaşımının sorgulandığı bir konjonktür meydana gelmiştir (Savaş, 2000). Bu noktada Kurumsal İktisat öne çıkmış ve bir çözüm önerisi olarak ilgi görmüştür.

Veblen' den sonra kurumsal iktisat alanında çalışmalar yapan bir diğer isim ise John R. Commons olmuştur. Commons'a göre kurum; *“bireysel eylemin genişletilmesi, serbestleştirilmesi ve denetiminde ortaya çıkan kollektif eylemdir.* Bu kollektif eylem, organize olamamış kurumlar (gelenek – görenek vb.) ile iyi derecede organize olmuş (devlet gibi) kurumlardan oluşmaktadır (Commons, 1931). Commons, iktisadi çözümlenelerde birtakım öğelere (sosyo – kültürel, psikolojik, hukuki vb.) gereken özenin gösterilmemesini eleştirmiş ve arzu edilen neticelere ulaşılabilmesi için devlet müdahalesinin gerekliliğini savunmuştur (Savaş, 2000). Commons ayrıca evrimsel gelişim sürecine de değinmektedir. Commons'ın “Kurumsal İktisat” (1934) adlı kitabında; iktisadi alandaki fikirlerin sürekli bir devinim içinde olduğu, aslında her bir fikrin bir önceki fikirle ilintili olduğu ve ilgili fikirleri ilk kez dile getiren kişiye ulaşana kadar geriye gidilmesi gerektiğini savunmuştur (Demir, 1996: 108).

Bir diğer düşünür ise Wesley Clair Mitchell'dir. Thornstein Veblen'in öğrencisi olan Mitchell, kurumları *“yaygın olarak kabul edilmiş, iyi düzeyde standartlaşmış sosyal alışkanlar”* olarak tanımlamaktadır (Schumpeter, 1950). Mitchell bireylerin rasyonelliğini reddetmiş ve eleştirmiştir. Mitchell' e göre insan davranışlarını içgüdüler ve alışkanlıklar oluşturmaktadır (Haney, 1949; 725). Veblen' in öğrencisi olması nedeniyle fikirlerinden oldukça etkilenen Mitchell, Klasik İktisat'ın statik denge kavramına karşı çıkmıştır. Mitchell iktisadi alanda, konjonktür modeli ile ilgili çalışmaları ile tanınmaktadır. Çalışmalarının sonucunda; hiçbir konjonktür dalgasının bir diğerine benzemediğini, her birinin sebebinin farklı olduğunu açıklamaya çalışmıştır (Aktan ve Vural, 2006). Mitchell aynı zamanda istatistiksel verileri toplama, sınıflandırma ve değerlendirme konusunda

ABD'nin önemli kuruluşlarından biri olan Ekonomik Araştırma Ulusal Bürosu'nun (NBER) kurulmasına öncülük etmiştir.

2.1.1.2.Yeni Kurumsal İktisat

Ronald Coase, Oliver Williamson ve Douglass North gibi iktisatçıların liderlik ettiği yeni kurumsal iktisat, iktisadi sistemde bireyleri değil kurumları temel almaktadır. Bu noktada eski kurumsal iktisat ile ortak paydada buluşmaktadır. Fakat eski kurumsal iktisat ile ayrıştıkları en temel nokta Neoklasik iktisadı tamamen reddetmemeleridir. Aksine Neoklasik iktisat ile kurumsal iktisat arasında uzlaştırıcı bir yaklaşım izlemektedir. Yeni kurumsal iktisat, eski kurumsal iktisadın savunduğu gibi bireylerin davranışlarını kurumların şekillendirdiği varsayımını benimsememiştir. Aksine kurumları, bireylerin davranışları ile açıklamaya çalışmışlardır. Bu noktada Neoklasik iktisat ile benzerlik gösteren yeni kurumsal iktisat; Neoklasik iktisadın tam bilgi, sıfır işlem maliyeti ve tam rasyonellik gibi gerçekçi olmayan varsayımlarını reddetmiştir. (Kherallah ve Kirsten, 2002:111). Yeni kurumsal iktisadın temelleri Ronald Coase'un 1937 yılında yayınlanan "Nature of Firm" makalesi olsa da; Oliver E. Williamson'ın "Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications" çalışmasıyla bilinir olmaya başlamıştır (Ursavaş ve Beşkaya, 2014). Yeni kurumsal iktisat çeşitli kavramlar üzerinde durmuş ve bunların önemini tartışmıştır. Dolayısıyla farklı yaklaşımları bünyesinde barındıran ve geniş yelpazeye sahip bir ekoldür. Yeni kurumsal iktisadın ele aldığı kavramlar genel olarak; mülkiyet hakları, işlem maliyetleri, eksik sözleşmeler, sınırlı rasyonalite olarak sayılabilir (Çetin, 2012).

İşlem maliyeti; North (1999:39) tarafından "*değişimi gerçekleştirilen ögenin değerli özelliklerini ölçmenin bedeli ile hakları korumanın ve denetlemenin bedelidir*" olarak tanımlanmıştır. Kısaca bir ürün veya değer mülkiyetinin değişimi hususunda ortaya çıkan maliyetlerdir. İşlem maliyeti kavramı, Ronald Coase'un 1937 yılında yayınladığı "The Nature of Firm" isimli çalışmasıyla ortaya çıkmıştır. Coase (1937); firmaların ne anlama geldiğini, firmaların üretim sürecini işlem maliyetleri kapsamında ele almıştır. Çalışma sonucunda işlem maliyetlerini azaltan firmaların başarı ihtimali kazandığını ileri sürmüştür (Coase, 1937). Bireylerin de günlük hayatta bile birçok işlem maliyetine katlanması gerekmektedir. Birey herhangi bir şey satın almak istediğinde, ilgili unsur ile ilgili araştırma yaparak bilgi toplamaktadır. Sadece bilgi toplamak için bile harcadığı zaman, bilgiyi satın almak için ödemek zorunda kaldığı bedel işlem maliyetine

örnektir. Dolayısıyla Neoklasik iktisadın işlem maliyetlerinin olmadığı varsayımı yeni kurumsal iktisat tarafından reddedilmiştir.

Mülkiyet hakları, iktisadi bir değeri sahiplenme, kullanma, dönüştürme, değer üzerinden gelir elde etme, üçüncü kişilerle sözleşme yapma hakkı olarak tanımlanabilir (Eggertsson, 1992:34-35). Yeni kurumsal iktisatta işlem maliyetleri ile mülkiyet hakları birbirine entegre kavramlardır. Mülkiyet haklarının net olmadığı ve belirsizliklerin olduğu bir ortamda ekonomide anlaşmazlıklar çıkmaktadır. Bu anlaşmazlıklar beraberinde işlem maliyetlerinde artışı getirmektedir. Mülkiyet haklarının net olarak belirlendiği ve korunduğu ortamda ise, ilgili değeri kullanmak isteyen kimse, değer sahibine onun bedelini ödemek zorundadır. Böylelikle piyasada anlaşmazlık veyahut karışıklık meydana gelmeyecektir (Coase, 1959). Tüm bunlar geleneksel iktisatta yer almamakta fakat piyasanın doğasında bulunmaktadır.

Yeni kurumsal iktisadın incelendiği bir diğer kavram ise eksik sözleşmeler olmuştur. Ekonomik sistemde, aktörler arasındaki ilişkiler sözleşmeler ile belirlenmektedir. Sözleşme, iki taraf arasında gerçekleşen ve tarafların beyanları sonucunda ortak paydada anlaşmasıdır. Neoklasik iktisat, sözleşmeleri veri olarak almaktadır. Fakat yeni kurumsal iktisat sözleşmelerin işlem maliyetleri, mülkiyet haklarının belirsizliği gibi sebeplerle hiçbir zaman tam olamayacağını savunmaktadır (Williamson, 1979; Çetin, 2012).

Neoklasik iktisadın katı varsayımlarından biri olan tam rasyonalite varsayımı, yeni kurumsal iktisat tarafından eleştirilmiş ve reddedilmiştir. Tam rasyonalite durumu tam bilgiye ulaşabildiği takdirde geçerli olacaktır ve gerçek dünyada bu mümkün değildir. Geleceğin belirsizliklerle dolu olması ve öngörülemezliği neticesinde bireyler sınırlı rasyonaliteye sahip olacaktır (Williamson, 2005).

Yeni kurumsal iktisat denilince akla ilk gelen isimlerden biri olan Douglass North ise kurumlar, kurumsal değişim ve ekonomik performans üzerine çalışmalarını yoğunlaştırmıştır. Daha önce de belirtildiği üzere North'a göre; "*kurumlar, bir toplumdaki oyunun kurallarıdır*". Toplumdaki resmi ve resmi olmayan kurallar insan davranış ve tutumlarını, dolayısıyla toplumu şekillendirmektedir (North, 1990, 1994, 1999). Resmi kuralların yokluğunda ve yetersiz kaldığı durumlarda, resmi olmayan kurallar toplumu düzenlemektedir. Tüm bu kurallar ve kısıtlamalar, toplumda ve ekonomide istikrarı beraberinde getirecektir. Dolayısıyla kurumlar, ülke ekonomilerinin uzun dönemdeki performansını belirlemektedir. North ayrıca kurum ve kuruluşların

değişimine de değinmiştir. Siyasi, ekonomik veyahut eğitim ile ilgili kuruluşların zaman içerisinde gelişip evrileceğini ileri sürmüştür (North, 1999).

2.2.Kurumsal Kalite Endeksleri

Kurumsal kaliteyi ölçmede birçok farklı bileşen kullanılmaktadır. Farklı bileşenlerden oluşan farklı endeksler mevcuttur. Literatürde kurumsal kalite göstergesi olarak kullanılan endeksler şunlardır:

- (i) Dünya Yönetişim Göstergeleri Endeksi (WGI-Worldwide Governance Index)
- (ii) Uluslararası Ülke Risk Rehberi Endeksi (ICRG-International Country Risk Guide)
- (iii) Ekonomik Özgürlükler Endeksi (Economic Freedom Index)
- (iv) Yolsuzluk Algılama Endeksi (Corruption Perception Index)
- (v) Polity Endeksi (Polity Index)

Çalışmanın bu bölümünde yukarıda gösterilen endekslerin hangi değişkenleri kapsadığı ve nasıl hesaplandığı açıklanacaktır.

2.2.1. Dünya Yönetişim Göstergeleri Endeksi (WGI-Worldwide Governance Index)

Literatürde kurumsal kalite değişkeni için en sık kullanılan endeks Dünya Bankası'nda yayınlanan Dünya Yönetişim Göstergeleri Endeksi'dir. Daniel Kaufmann ve Aart Kraay tarafından oluşturulan bu endeks 1996 yılından itibaren veri sağlamaktadır. 1996 ile 2002 yılları arasında iki yılda bir yayınlanan kurumsal kalite verisi, 2002 yılından sonra her yıl yayınlanmaktadır (Dünya Bankası, Dünya Yönetişim Göstergeleri Endeksi). Türk Dil Kurumu tarafından “*yönetişim*” kelimesi “idari, ekonomik ve politik otoritenin ortak kullanımı” olarak tanımlanmaktadır. Literatürde ise yönetim ülkedeki hukuk kuralları, sosyo – ekonomik kazanımların yönetilmesi gibi anlamlarda kullanılsa da daha geniş anlamda yönetim; bir ülkede otoritenin uygulandığı gelenekler ve kurumlar olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım; hükümetlerin seçilmesi – izlenmesi – değiştirilmesi sürecini, hükümetin politikaları etkili bir şekilde uygulayabilme potansiyelini ve hükümetler ile vatandaşların kurumlara olan saygısını içermektedir (Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi, 2010). Dünya Yönetişim Göstergeleri Endeksi 6 bileşenden oluşmaktadır. Bunlar;

- ❖ Hukukun üstünlüğü
- ❖ Hükümet etkinliği
- ❖ Siyasi istikrar ve şiddet/terör yokluğu
- ❖ Yolsuzluğun kontrolü
- ❖ Hesap verilebilirlik ve ifade özgürlüğü
- ❖ Düzenleme Kalitesi

Hukukun üstünlüğü; bir ülkedeki toplum kurallarına ne kadar riayet edildiğini, mülkiyet haklarının ne derece korunduğunu, güvenlik güçleri ve yargı kalitesine ne ölçüde güvenildiğini ölçmektedir (Kaufmann vd., 2010). Özellikle yatırımcılar için bir ülkede var olan hukuk kuralları ve bunlara uyulması önem arz etmektedir. Hukukun üstünlüğünü benimseyen ülke piyasalarında yatırımcıların hakları ve yatırımları kanunla koruma altına alındığı için yatırımcılara güven vermekte ve sermayenin ülkeye gelmesini sağlamaktadır.

Hükümet etkinliği; ülkedeki kamu hizmetlerinin niteliğini, kamu hizmetlerinin politik kısıtlamalardan ne kadar bağımsız olduğunu ölçmektedir. Örneğin ülke genelindeki muhalefet partisinin egemen olduğu eyalet veya şehirlerde yerel yönetimlerin herhangi bir baskı ve kısıtlama ile karşılaşmış ve karşılaşmadığı ve bu yerleşim bölgelerinde yaşayan halkların aldıkları kamu hizmetlerinin; iktidar kontrolündeki yerel yönetimlerce yönetilen yerleşim bölgelerine göre farklılaşmış ve farklılaşmadığı hükümet etkinliğini ölçmede etkilidir.

Siyasi istikrar ve şiddet/terör yokluğu; yatırımcılar için başka bir önemli husustur. Siyaset ile ekonomi birbirleriyle oldukça ilişkili iki bilim dalıdır. Ülkelerdeki iktidar veya yönetim değişince, ülke genelinde sosyal – ekonomik ve politik boyutta birçok değişim meydana gelmektedir. Ayrıca ülkelerdeki terör, darbe, isyan vb. olaylar beraberinde belirsizlik ve istikrarsızlık getiren, ülkeyi olumsuz etkileyen vakalardır. Yatırımcı için; bir ülkedeki politik istikrar, en az makroekonomik istikrar kadar önemli olabilmektedir. Siyasi istikrar ve iç veya dış çatışmaların olup olmadığı; ekonomik belirsizliği, yatırılan sermayenin güvenliğini ve ev sahibi ekonominin ekonomik beklentilerini etkilemede rol oynamaktadır (Arbatli, 2011: 8). Yatırımcı politik istikrarın olmadığı ve politikaların sürekli değişkenlik gösterdiği bir ülkeye yatırım getirmekte isteksiz olabilmektedir. Siyasi istikrarsızlıklar riskleri arttırarak ekonomiyi olumsuz yönde etkilemekte ve yatırımların azalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla siyasi istikrarın egemen olduğu bir

ekonomi ile sermaye akımları arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir (Lankes ve Venables, 1996; Obwona, 2001; Dumludağ ve Şükroğlu, 2007).

Yolsuzluğun kontrolü; literatürde çok sık irdelenmiştir. Ülkedeki kamu kaynaklarının veyahut özel sektöre ait kaynakların belirli bir sınıfa veya özel çıkarlar uğruna kullanılma durumu, rüşvet vb. şekillerde meydana gelebilecek yolsuzlukların kontrolünü ifade etmektedir. Birçok yatırımcı için yolsuzluğun olumsuz bir durum olması beklenmektedir (Eren ve Jimenez, 2015; Wei, 2000). Fakat özellikle gelişmekte olan piyasalarda yolsuzluk ve rüşvetin yatırımcıları olumlu etkilediği de görülebilmektedir (Leff, 1964; Arslan ve Sağlam, 2011).

Hesap verilebilirlik ve ifade özgürlüğü; ülkedeki yerleşiklerin fikirlerini ne derece özgürce ifade edebildiği, basın – yayın özgürlüğü, örgütlenme özgürlüğü gibi hakları temsil etmektedir. Dünya Bankası tarafından ifade özgürlüğü ve hesap verilebilirlik “bir ülkenin vatandaşlarının hükümetlerinin seçimine ne ölçüde katılabileceklerinin yanı sıra ifade özgürlüğü, örgütlenme özgürlüğü ve özgür bir medyaya ilişkin algılar” olarak tanımlanmaktadır.

Düzenleme kalitesi; hükümetin çeşitli politika ve düzenlemeleri organize etme ve uygulama yetkinliğine dair algıları ölçmektedir (Dünya Bankası, Dünya Yönetişim Göstergeleri). Hükümetler; uyguladıkları organizasyonlarının iktisadi ilerlemeyi, toplumsal refahı ve kalkınmayı geliştirmek için verimli bir şekilde uygulanmasını amaçlamaktadır.

Bu veriler, dünya çapında çeşitli anket sağlayıcılar, hükümet dışı örgütler, kamu – özel kuruluşlar aracılığıyla toplanarak raporlanmaktadır. Sıfır ile yüz arasında olan puanlama sistemine göre; ülkenin puanı sıfıra ne kadar yakınsa kurumsal kalitesi o derece düşük iken, yüze ne kadar yakınsa kurumsal kalitesi o derece yüksektir (Kaufmann vd., 2010).

2.2.2. Uluslararası Ülke Risk Rehberi Endeksi (ICRG-International Country Risk Guide)

Uluslararası ülke risk rehberi endeksi, 1979'da ülkelerdeki siyasi riski tahmin etme ve derecelendirme firması olarak kurulan PRS Grup tarafından yayınlanmaktadır. Uluslararası ülke risk rehberi; 3 alt kategoriye ayrılmış olup, toplamda 22 değişkeni barındırmaktadır. Bunun 12 değişkeni *siyasi risk*, 5 değişkeni *finansal risk* ve 5 değişkeni *ekonomik risk* kategorisinde yer almaktadır. Siyasi risk, finansal risk ve ekonomik risk olarak 3 ayrı grupta ayrı ayrı endeksler hesaplanarak puanlanmaktadır. Siyasi risk endeksi

100 puan, finansal risk ve ekonomik risk endeksi ise 50 puandan oluşmaktadır. Daha sonra üç endeksten alınan toplam puanlar ikiye bölünerek, ülkenin nihai risk seviyesi bulunmaktadır. Puanlara göre risk seviyesi şu şekildedir:

- ❖ 0 ile 49.9 arası çok yüksek riskli
- ❖ 50 ile 59.9 arası yüksek riskli
- ❖ 60 ile 69.9 arası orta riskli
- ❖ 70 ile 79.9 arası düşük riskli
- ❖ 80 ile 100 arası çok düşük riskli ülkeyi temsil etmektedir.

Siyasi risk endeksi, 12 alt bileşenden oluşmaktadır. Bu endekste en fazla 100 puan toplanabilmekte ve puan 100'e ne kadar yakınsa siyasi riskin o kadar az olduğu anlamına gelmektedir. Siyasi risk alt bileşenleri ile puanlama sistemi Tablo 2.2' de gösterilmektedir.

Tablo 2.2. Siyasi Risk Bileşenleri ve Puanlama Sistemi

Bileşenler	Alınabilecek En Yüksek Puan
Hükümet istikrarı	12
Sosyo – ekonomik koşullar	12
Yatırımcı profili	12
Yurt içi çıkar çatışmaları	12
Yurt dışı çıkar çatışmaları	12
Yolsuzluk	6
Askeriyenin siyasete etkisi	6
Din ve inanç ile ilgili gerginlikler	6
Hukukun üstünlüğü	6
Etnik gerilimler	6
Demokratik hesap verilebilirlik	6
Bürokratik kalite	4
Toplam	100

Kaynak: ICRG-PRS Grup Veri Tabanı. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2022/04/ICRG-Method.pdf>

12 puandan oluşan ilk beş bileşen de kendi içinde her biri 4 puan olan 3'er alt bileşenden oluşmaktadır. Örneğin; hükümet uyumu, yasama gücü ve popüler destek alt bileşenleri hükümet istikrarını oluştururken; işsizlik, tüketici güveni ve yoksulluk ise sosyo – ekonomik koşulları oluşturmaktadır. Sözleşme geçerliliği/kamulaştırma, kârların ülkeye geri gönderilmesi ve ödeme gecikmeleri yatırımcı profilini; iç savaş/darbe tehdidi,

terörizm/siyasi şiddet ve sivil itaatsizlik yurt içi çıkar çatışmalarını oluşturmaktadır. Son olarak; savaş, sınır ötesi çatışma ve dış baskılar yurt dışı çıkar çatışmalarını meydana getirmektedir.

Ekonomik risk endeksi ise 5 bileşenden oluşmaktadır. Tablo 2.3 de ekonomik risk bileşenleri ile puanlama sistemi yer almaktadır.

Tablo 2.3. Ekonomik Risk Bileşenleri ve Puanlama Sistemi

Bileşenler	Alınabilecek En Yüksek Puan
Kişi başına düşen GSYİH	5
GSYİH büyüme oranı	10
Yıllık enflasyon oranı	10
Bütçe dengesinin GSYİH'ye oranı	10
Cari dengenin GSYİH'ye oranı	15
Toplam	50

Kaynak: ICRG-PRS Grup Veri Tabanı

Finansal risk endeksi de 5 bileşenden oluşmaktadır. Tablo 2.4'te finansal risk endeksi bileşenleri ve puanlama sistemi görülmektedir.

Tablo 2.4. Finansal Risk Endeksi Bileşenleri ve Puanlama Sistemi

Bileşenler	Alınabilecek En Yüksek Puan
Dış borcun GSYİH'ye oranı	10
Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak	10
Dış Borç Servisi	
Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak	15
Cari Hesap	
İthalat Karşılama Ayları Olarak Net	5
Uluslararası Likidite	
Döviz Kuru Stabilizasyonu	10
Toplam	50

Kaynak: ICRG-PRS Grup Veri Tabanı

2.2.3. Ekonomik Özgürlükler Endeksi (Economic Freedom Index)

Ekonomik özgürlükler endeksi 1995 yılından bu yana Heritage Foundation tarafından yayınlamaktadır. 184 ülke için veri sağlayan ekonomik özgürlükler endeksi yıllık olarak yayınlanmakta olup, 4 alt başlık ile toplam 12 alt bileşenden oluşmaktadır. Puanlama sisteminin 0 ile 100 arasında olduğu ekonomik özgürlükler endeksinde,

Ülkelerin puanlarının 100'e yaklaşması ile ekonomik özgürlük seviyelerindeki artış doğru orantılıdır. Ekonomik zgrlkler endeksini oluşturan alt başlıklar şu şekildedir:

- ❖ Hukukun stnlğ
- ❖ Hükümet büyüklüğü
- ❖ Düzenleyici Verimlilik
- ❖ Piyasaların açıklığı

Her bir kategori 3 alt bileşenden oluşmaktadır. Örneğin hukukun üstünlüğü; mülkiyet hakları, devlet bütünlüğü ve yargı etkinliğinden oluşmakta ve ülkenin yasal çerçevesini temsil etmektedir. Hükümet büyüklüğü; devlet harcamaları, vergi yükü ve mali sağlık bileşenlerinden meydana gelmekte ve hükümetin ekonomik yapısını ortaya koymaktadır. Düzenleyici verimlilik ise iş özgürlüğü, çalışma özgürlüğü ve parasal özgürlükten oluşmaktadır. Ülkenin iş ve finansal çerçevesini ifade etmektedir. Son olarak piyasaların açıklığı ise ticaret özgürlüğü, yatırım özgürlüğü ve finansal özgürlükten oluşmaktadır. Ülkenin finansal entegrasyonunu temsil etmektedir (Heritage Foundation).

Her bir alt bileşen 0 ile 100 arasında puanlanmaktadır. Nihai puan ise tüm bileşenlerin eşit şekilde ağırlıklandırılarak ortalaması alınarak bulunmaktadır. Ekonomik zgrlkler endeksine göre en yüksek puana sahip ilk 10 lke; Singapur (83.9), İsviçre (83.8), İrlanda (82), Tayvan (80.7), Yeni Zelanda (78.9), Estonya (78.6), Lüksemburg (78.4), Hollanda (78), Danimarka (77.6) ve İsveç (77.5) olarak belirlenmiştir (Heritage Foundation, 2023).

2.2.4. Yolsuzluk Algılama Endeksi (Corruption Perception Index)

Yolsuzluk algılama endeksi, 1995 yılından itibaren yayınlanmakta olup, 2012 yılından itibaren 180 ülkeyi kapsamaktadır. Dünyadaki yolsuzluğu durdurmak ve şeffaflığı arttırmayı vizyon edinen Uluslararası şeffaflık rgt tarafından yayınlanan yolsuzluk algılama endeksi; 2012 yılından itibaren 0 ile 100 puan arasında hesaplanmaktadır. 2012 yılında, Uluslararası şeffaflık rgt tarafından kullanılan metodoloji yenilenmiştir. Bu sebeple 2012 yılı öncesi verileri ile 2012 yılı sonrası verileri karşılaştırlanamamaktadır (Yolsuzluk Algılama Endeksi Metodoloji, 2012; 2022). Yolsuzluk algılama endeks değerinin elde edilmesi için bir dizi işlem gerekmektedir. İlgili lke için var olan bütün standardize puanların ortalaması, o ülke için yolsuzluk algı endeksi puanını belirlemek için kullanılmaktadır. Puanların standardize edilmesi için referans yıldıki her kaynağın ortalaması, her ülke puanından çıkarılmakta ve sonuç kaynağın referans yıldıki standart sapmasına bölünmektedir. Bu tekniğin sonuçları daha

sonra 2012 yılı yolsuzluk algılama endeksinin standart sapma değeri ile çarpılmakta ve yine 2012 yılı yolsuzluk algılama endeksi ortalamasına eklenerek standardize edilmiş puanlar yolsuzluk algılama endeksi ölçeğine dönüştürülmektedir. Sıfır, yüksek düzeyde yolsuzluğu ifade ederken; endeks değeri 100'e yaklaştıkça ülkelerdeki yolsuzluk seviyeleri azalmaktadır. Yolsuzluk algılama endeksi, 13 farklı anket yoluyla uzmanlar ve iş adamları tarafından yolsuzluk değerlendirmeleri sonucunda oluşturulmaktadır. Endekse göre yolsuzluk çoğunlukla kasten saklanan fakat skandallar, soruşturmalar veya kovuşturmalar yoluyla ortaya çıkan yasa dışı faaliyetleri içermektedir (Yolsuzluk Algılama Endeksi Metodoloji, 2022).

Yolsuzluk algılama endeksi 2022 raporuna göre; küresel düzeyde endeks değeri 100 üzerinden 43 olurken; ülkelerin % 68'inin puanı 50 puanın altında kalmıştır. 124 ülkenin durağan bir yapı sergilediği, 25 ülkenin gelişme gösterdiği ve 31 ülkenin gerileme yaşadığı izlenmektedir. Yolsuzluk algılama endeksi puanının en yüksek olduğu dolayısıyla yolsuzluğun en düşük olduğu beş ülke Danimarka (90 puan), Finlandiya (87 puan), Yeni Zelanda (87 puan), Norveç (84 puan), Singapur (83 puan) ve İsveç (83 puan) olurken; endeks puanının en düşük dolayısıyla yolsuzluğun en yüksek olduğu beş ülke ise Yemen (16), Venezuela (14), Güney Sudan (13 puan), Suriye (13 puan) ve Somali (12 puan) olmuştur.

2.2.5. Polity (Devletin Yönetim Biçimi) Endeksi

Polity endeksi, ülkelerin demokrasi ve otkrasi seviyelerini ölçmek ve ülkeleri bu bağlamda sınıflandırmak amacıyla oluşturulmaya başlanmış bir projedir. Projelerin amacı dünyadaki ülkelerin otorite özelliklerini kodlayarak analiz etmek ve ülkeler arası karşılaştırmalar yapmaktır (Sistemik Barış'ın Merkezi, Polity-V Hakkında).

İlk olarak 1960'lı yıllarda Ted Robert Gurr tarafından başlatılan ve Polity I adını taşıyan bu proje yıllar itibariyle Gurr ve öğrencileri tarafından geliştirilmeye devam edilmiştir. Polity I endeksinin boylamsal analizlerde kullanılmasının zor olduğu gerekçesiyle Gurr ve öğrencileri 1990'lı yıllarda Polity II endeksini oluşturmuştur. Daha sonra 1990'lı yılların ortalarına gelindiğinde belirli rejimleri belirlemek ve rejim geçişlerini tarihlendirmeye yönelik Polity III endeksi oluşturulmuş ve bunu 2002 yılında Polity IV endeksi izlemiştir (Marshall vd., 2019). Son olarak 1800 – 2018 yılları arasını ele alan ve 167 ülkeyi inceleyen Polity V projesi başlatılmıştır. Bu proje Sistemik Barış'ın Merkezi (Center of Systemic Peace) tarafından yürütülmektedir (Sistemik Barış'ın Merkezi, Polity-V Hakkında). Polity endeksine göre ülkelerin Polity skoru demokratik ve

otokratik olma durumlarına göre belirlenmektedir. Skor -10 ile +10 ile arasında değişmekte olup, Tablo 2.5'te Polity skoruna göre ülkelerin sınıflandırılması gösterilmektedir.

Tablo 2.5. Polity Skoru'nun Hesaplanmasında Ülke Sınıflandırması

Polity Skoru	10	9 / 6	5 / 1	0 / -5	-6 / -10
Rejim Tipi	Tamamen Demokratik	Demokratik	Açık Anokrasi	Kapalı Anokrasi	Otokratik

Kaynak: Sistemik Barış'ın Merkezi, Polity Projesi. <https://www.systemicpeace.org/polityproject.html>

Polity V (2018) endeksine göre; Avustralya, Avusturya, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, Mauritius, Moğolistan, İrlanda, İtalya, Japonya, Kosta Rika, Kıbrıs, Litvanya, Lüksemburg, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, Şili, İspanya, İsveç, İsviçre, Tayvan, Trinidad ve Tobago, Uruguay ve Yeşil Burun Adaları 10 puanla tamamen demokratik olarak tespit edilmiştir.

2.3.Kurumsal Kalite – Sermaye Akımları Ampirik Literatürü

Sermaye akımlarının belirleyicileri literatürde uzun yıllardır araştırma konusu olmuştur. Fakat kurumsal kalite ile sermaye akımları arasındaki ilişki son yıllarda araştırılmaya başlanmış ve akademik çalışmalar hız kazanmıştır. Yapılan literatür taraması sonucunda -bildiğimiz kadarıyla- çalışmaların kurumsal kalite ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiye yoğunlaştığı görülmektedir. Portföy yatırımları ve diğer yatırımları da ele alarak kurumsal kalite ile ilişkisini araştıran çalışmalar görece daha sınırlı kalmıştır. Bu sebeple ampirik literatür kurumsal kalite ile sadece doğrudan yabancı yatırımları ele alan çalışmalar ve kurumsal kalite ile doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımları ele alan çalışmalar olmak üzere iki bölümde ele alınacaktır.

2.3.1.Kurumsal Kalite – Doğrudan Yabancı Yatırım İlişkisi

Ülke ekonomileri için birçok yararı olan doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri literatürde uzun yıllardır araştırma konusu olmuştur. Literatürde; ülkelerin gayri safi yurt içi hasıla, döviz kuru, enflasyon oranı, büyüme oranı, emek maliyeti, alt yapı, beşeri sermaye, ticari açıklık gibi ekonomik değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri olarak kabul edilirken (Dal Bianco ve Cong to Loan, 2017;

Asiedu, 2002; Alfaro vd., 2007; Dhakal vd., 2010; Gautam vd., 2020), bu etkenlere bir yenisi olarak kurumsal kalite de eklenmiştir. Kurumsal kalite ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında ilişki araştırılırken, kurumsal kaliteyi temsil etmesi için kullanılan bileşenlerin farklılık gösterdiği görülmüştür. Bazı çalışmalarda kurumsal kaliteyi temsil etmesi için tek bir kurumsal kalite bileşeni kullanırken (örneğin sadece yolsuzluk veya sadece demokrasi gibi), bazı çalışmalarda birden fazla bileşenin kullanıldığı, bazı çalışmalarda ise birçok bileşenden oluşan kurumsal kalite endekslerinin kullanıldığı görülmektedir.

Literatürde kurumsal kaliteyi temsil etmesi için en sık kullanılan bileşenlerin biri “*yolsuzluk*” bileşeni olmuştur. Yolsuzluk genel olarak kanunlara ve düzenin doğal işleyişine aykırı davranışlar olarak nitelendirilebilir. Yolsuzluk tanımına; rüşvet, adam kayırma, akrabalık ilişkilerini kötüye kullanma, devlet kaynaklarını uygunsuz şekilde kullanma gibi bileşenler dâhil edilebilir. Literatürde yolsuzluğun doğrudan yatırımlar üzerindeki ilişkisi sıkça tartışılmış ve ulaşılan sonuçlar iki gruba ayrılmıştır. (i) grabbing hand (negatif maliyet) ve (ii) helping hand (pozitif değer) etkisi. Yolsuzluğun grabbing hand etkisine göre; yolsuzluk, işlem maliyetlerini ve belirsizlikleri artırır. Dolayısıyla yabancı yatırımlar olumsuz etkilenir. Yolsuzluğun yüksek olduğu ekonomilerde yabancı yatırımlar azalır. Yolsuzluğun helping hand etkisine göre ise; zayıf bürokrasiye sahip, yerleşmiş bir legal sistemi olmayan ülke ekonomilerinde yolsuzluk, süreçleri ve işlemleri hızlandırarak yatırımları arttırmaktadır (Quazi, 2014; Habib ve Zurawicki, 2002; Gossel, 2018). Örneğin; Wei (2000) çalışmasında 12 kaynak ülkeden 45 ülkeye ikili doğrudan yabancı yatırımları incelediğinde, yolsuzluk seviyesindeki ve çok uluslu şirketlerdeki vergi oranlarındaki artışların doğrudan yabancı yatırımları olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde 89 ülkenin ele alındığı Habib ve Zurawicki (2002) çalışmasında yolsuzluk seviyeleri ve ülkeler arasındaki yolsuzluk farklılıkları ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki araştırılmıştır. Çalışma sonucunda daha yüksek yolsuzluk seviyesinin yatırımları azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin örneklem olarak belirlendiği ve 1992 – 2011 yıllarını kapsayan Belgiboyeva ve Plekhanov (2015) çalışmasında da yolsuzluğun doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilediği, yolsuzluğun kontrolündeki artışların ise doğrudan yabancı yatırımları arttırdığı sonucuna varılmıştır. Bir diğer çalışma ise Azam ve Ahmad (2013) çalışmasıdır. 33 az gelişmiş ülkeyi ele alan çalışmada yolsuzluk ile doğrudan yabancı yatırım arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Literatürde yolsuzluğun “helping hand” etkisi olduğunu savunan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin; Tullock (1996) çalışmasında, yolsuzluğun hükümetin personel maaşları giderlerini azalttığını öne sürmüştür. Rüşvet, düşük ücret alan personellerin ücretini tamamlayıcı rol oynamaktadır. Ayrıca hükümetlerin vergi oranlarını düşük tutmasına olanak sağlayarak ekonomik büyümeye yol açmaktadır. Benzer şekilde yolsuzluğun, uğraştırıcı ve zorlayıcı yasal düzenlemelerden kaçınarak süreçleri hızlandırmada rol oynadığını saptayan çalışmalar mevcuttur. Örneğin; Leff (1964) çalışmasında, yolsuzluğun verimliliği ve rekabeti arttırdığını, girişimcileri hükümetin kötü politikalarına karşı koruyabileceğini ve bu bağlamda bir nevi sigorta rolü üstlenebileceğini, kötü yönetimin beraberinde getirdiği belirsizlik ve riskleri azaltarak yatırımları arttırdığını öne sürmüştür. Benzer şekilde, Lui (1985) çalışmasında yolsuzluğu denge kuyruğu modeli bağlamında incelemiştir. Müşterilerin daha iyi pozisyonlar almak için rüşvet verebileceğini, rüşvete izin verildiğinde ise hizmetlerin hızlanacağını öne sürmüştür. Yolsuzluk ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında bir ilişki olmadığına dair kanıtlara ulaşan çalışmaların da olduğu görülmektedir (Hines, 1995).

Literatürde kurumsal kaliteyi temsil etmesi için kullanılan bir diğer değişken ise “*demokrasi*” değişkenidir. Demokrasi seviyesinin daha yüksek olduğu ülkelerde; yatırımların kamulaştırılması riski, mülkiyet haklarının korunması gibi nedenlerle yabancı yatırımcılar tarafından daha fazla ilgi gördüğü ifade edilebilir. Jensen (2003) çalışmasında, 114 ülkeyi ele alarak demokrasinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda demokratik ülkelerin daha çok doğrudan yabancı yatırım çektiği, otokratik ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırımların olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde 1972 – 1999 yılları arasındaki siyasi haklar ve sivil özgürlüklerden oluşan demokrasi değişkeni ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi analiz eden Busse (2003), 1970’li yıllar haricinde demokrasi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ilişki saptamıştır. Gossel (2018) çalışmasında da 1985 – 2014 yıllarını kapsayan dönemde Sahra-altı ülkeleri incelenmiş ve demokrasi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Demokrasi ile yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptayamayan çalışmalar da mevcuttur (Yang, 2007).

Literatürde kurumsal kalitenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki rolünü incelemek için birden fazla değişkenin etkisini aynı modelde araştıran çalışmalara da sıkça rastlanılmaktadır. Örneğin; yolsuzluk, kamulaştırma riski ve bürokratik gecikmeleri analize dâhil eden Gastagana (1998), az gelişmiş ülkeleri ele alan çalışmasında tüm

kurumsal kalite göstergeleri için daha düşük seviyede olmalarının doğrudan yabancı yatırımları arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Quazi (2014) çalışmasında Doğu ve Güney Asya ülkeleri için yolsuzluğun doğrudan yabancı yatırımları azaltırken, politik istikrarın doğrudan yabancı yatırımları arttırdığı bulgusuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde, Asiedu (2006) çalışmasında da Sahra-altı ülkelerinde yolsuzluğun doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Hukukun üstünlüğü ise doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilemektedir. Sahra-altı ülkelerini ele alan bir diğer çalışma da Adegboye vd. (2020) çalışmasıdır. Çalışmada politik istikrar, hesap verilebilirlik ve hükümet etkinliği ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen Adegboye vd. (2020); tüm örnekleme kurumsal kalite değişkenlerini istatistiksel olarak anlamsız bulurken, Doğu Afrika’da hükümet etkinliğinin pozitif ve Güneydoğu Afrika’da hükümet etkinliğinin pozitif, hesap verilebilirliğin ise negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Peres vd. (2018) yaptığı çalışma ile gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeleri ele almıştır. 2002 – 2012 yıllarını kapsayan çalışmada hukukun üstünlüğü ve yolsuzluğun kontrolü ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi analiz eden Peres vd. (2018), hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerde pozitif bir ilişki saptamıştır.

Literatürde kurumsal kalite göstergelerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde negatif etkisi olduğunu tespit eden çalışmalar da mevcuttur. Örneğin, Bellos ve Subasat (2012) çalışmalarında; bürokratik kalite, hukukun üstünlüğü, demokratik hesap verilebilirlik ve yolsuzluğun kontrolü bileşenlerini analize dâhil edilmiştir. Diğer çalışmaların aksine, 14 geçiş ekonomisini inceleyen yazarlar, kurumsal kalite bileşenlerinin doğrudan yabancı yatırımı olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bunun nedeninin ele alınan örneklemin sadece geçiş ekonomileri olmasından kaynaklanmadığı; iyi yönetime sahip ülkelerdeki çok uluslu şirketlerin sınırlı hareket alanına sahip olması nedeniyle görece kötü yönetime sahip ülkelerde daha rahat, kolay ve idare edilebilir yatırımlar yapmayı tercih ettikleri ileri sürülmüştür.

Son yıllarda literatürde kurumsal kalite ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi analiz etmek için birçok bileşenden meydana gelen “*endeksler*” kullanılmıştır. Bunlardan en yaygın olanı ise Dünya Yönetişim Endeksi (World Governance Index)’dir. Kurumsal kalite endekslerinde de bahsedildiği üzere Dünya Yönetişim Endeksi (WGI) altı bileşenden oluşmaktadır. Bu bileşenlerin birbirleriyle korelasyonu yüksek düzeyde olduğu gerekçesiyle kimi çalışmalarda altı bileşen modele tek tek dâhil edilerek analiz yapılırken, kimi çalışmalarda ise Temel Bileşen Analizi (Principle Component Analysis [PCA]) kullanılarak tek bir endeks haline getirilmiştir.

Temel bileşen analizi ile yapılan çalışmalardan biri olan Buchanan vd. (2012) çalışmasında; 164 ülkeyi 1996 – 2006 yılları arasında ele alınmıştır. En küçük kareler ve rassal etkiler tahmininin yapıldığı çalışmada; kurumsal kalitenin doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilerken, doğrudan yabancı yatırımların volatilitelerini ise negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bir diğer çalışma da Owusu-Nantwi (2019) çalışmasıdır. 10 Güney Amerika ülkesi ele alınarak iki aşamalı en küçük kareler (EKK) ile sabit etkiler modeli tahmin edilmiş ve kurumsal kalite ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Kurumsal kalite endeksindeki 1 birimlik artışın doğrudan yabancı yatırımları; iki aşamalı en küçük kareler yöntemine göre 2.53 birim, sabit etkiler yöntemine göre 2.46 birim arttırdığı tespit edilmiştir. Ele aldığı örnekleme düşük gelirli, düşük – orta gelirli, orta – yüksek gelirli ve yüksek gelirli ülkeler olarak gruplandırılarak analiz yapan Sabir vd. (2019) çalışmasında, genelleştirilmiş momentler metodunu (GMM) yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda kurumsal kalitenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin; düşük gelirli ve düşük – orta gelirli ülkelerde sırasıyla % 2.02 ve %2.58 olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yüksek ve orta – yüksek gelirli ülkeler için ise kat sayılar sırasıyla % 4.85 ve % 2.69 olarak tespit edilmiştir. Temel bileşen analizi yapan çalışmalara Ullah ve Khan (2017) çalışması da örnek verilebilir. Güney Asya Bölgesel İşbirliği Derneği, Güney Doğu Asya Ulusları Birliği ve Orta Asya ülkelerini ele alarak GMM metodu kullanılarak farklı panel modelleri tahmin edilmiştir. Güney Doğu Asya Ulusları Birliği (0.59) ve Orta Asya ülkelerinde (0.58) kurumsal kalitenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğu bulunurken, Güney Asya Bölgesel İşbirliği Derneği ülkelerinde (-1.36) ise negatif etkisi olduğu saptanmıştır.

Bileşenleri tek tek modele ekleyerek analiz yapılan çalışmalara da literatürde sıkça rastlanılmaktadır. Örneğin; ASEAN (Association of Southeast Asian Nations – Güneydoğu Asya Uluslar Birliği) ülkelerini ele alarak sabit etkiler analizi yapan Masron ve Nor (2013); düzenleme kalitesi (regulatory quality) haricinde diğer tüm bileşenlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Düzenleme kalitesi ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bir diğer çalışma Kurul ve Yalta (2017) çalışmasıdır. 113 gelişmekte olan ülkenin ele alındığı ve fark GMM metodunun kullanıldığı çalışmada yolsuzluğun kontrolü, hükümet etkinliği ve hesap verilebilirlik göstergeleri doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilerken; düzenleme kalitesi, politik istikrar ve hukukun üstünlüğü istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Pozitif etkisi olduğu tespit edilen değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkileri sırasıyla yolsuzluğun kontrolü, hükümetin etkinliği ve ifade özgürlüğü – hesap

verilebilirlik olarak tespit edilmiştir. Benzer şekilde 45 Sahra altı ülkesinin ele alındığı ve sistem GMM metodunun kullanıldığı Awadhi vd. (2022) çalışmasında da hükümet etkinliği ile yolsuzluğun kontrolü doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkiye sahip iken, diğer bileşenler istatistiksel olarak anlamsızdır. Muhammed ve Khan (2022) çalışmasında G7 ülkelerinden OECD ülkelerine giden doğrudan yabancı yatırımları incelemişlerdir. Sistem GMM metodunun kullanıldığı çalışmada kurumsal kalite endeksinin tüm bileşenlerinin pozitif etkisi olduğu bulunmuştur. Bu değişkenler arasında doğrudan yabancı yatırımları en çok etkileyen değişkenin ifade özgürlüğü ve hesap verilebilirlik, en az etkileyen değişkenin ise politik istikrar ve şiddet/terör yokluğu olduğu ifade edilmiştir.

Literatürde bu çalışmaların aksine kurumsal kalite değişkenlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde negatif etkileri olduğunu saptayan çalışmalara rastlanılmaktadır. Örneğin; Saha vd. (2022) çalışmasında düşük – orta gelirli ülkeleri, 2002 – 2018 yılları ele alınmıştır. İki aşamalı GMM tekniğinin kullanıldığı çalışma sonucunda; yolsuzluğun kontrolü (0.63) ile düzenleme kalitesinin (0.68) doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilediği saptanmıştır. Bununla birlikte hukukun üstünlüğü (-0.46) ve ifade özgürlüğü – hesap verilebilirlik (-0.36) değişkenleri ise doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilemektedir. Diğer değişkenler ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Yazarlar güçlü bir hukuk sistemi ve mevzuatta, yatırımcıların ek vergilerle kârlarının azalacağını bu sebeple negatif sonuç bulunduğunu ileri sürmüşlerdir. İfade özgürlüğü ve hesap verilebilirlikte ise, insanların yaşam standartlarını yükseltmek için daha yüksek maaşlar talep edeceğini dolayısıyla yatırımları azaltacağı ileri sürülmüştür. Benzer şekilde Yuan vd. (2010) çalışmasında da; gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ele alınarak sabit etkiler modeli ile analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda gelişmiş ülkelerde hukukun üstünlüğü pozitif ve anlamlı iken; gelişmekte olan ülkelerde ise negatif ve anlamlı sonucuna ulaşılmıştır. Yazarlar gelişmiş ülkelerde hukukun üstünlüğünün yatırımcılar tarafından bir güvence olarak görülürken; gelişmekte olan ülkelerde ise yatırımcıların kârlarını azaltacak regülasyon ve kurallar olduğunu ileri sürmüştür.

Kurumsal kalite endeksi için Uluslararası Ülke Risk Rehberi Endeksi (ICRG) endeksini kullanan çalışmalar da literatürde yer bulmaktadır. Örneğin; Busse ve Hefeker (2005) çalışmasında 83 gelişmekte olan ülkeyi ele alarak 1984 – 2003 arası dönem analiz edilmiştir. Analiz sonucuna göre hükümetin istikrarı (0.35), hukukun üstünlüğü (0.10), demokratik hesap verilebilirlik (0.11) ve bürokratik kalite (0.13) göstergelerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkisi olduğu

bulunmuştur. Aziz (2017) çalışmasında da kurumsal kalite için ICRG endeksi kullanılmıştır. GMM yönteminin kullanılarak 16 Arap ülkesini analiz eden Aziz (2017) çalışmasında, kurumsal kalitenin doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Arap ülkeleri için yapılan bu çalışmada kurumsal kalitenin etkisi önceki çalışmalara benzer olarak pozitif olarak tespit edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımları en çok etkileyen değişken bürokratik kalite olurken; en az etkileyen değişken ise iş yapma (doing business) olarak tespit edilmiştir.

Literatürde “*ekonomik özgürlükler endeksi*” ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin analizi de yoğun ilgi görmüştür. Ekonomik özgürlükler endeksi Fraser Enstitüsü ile Heritage Vakfı tarafından yayınlanmaktadır. Fraser Enstitüsü’nden elde edilen ekonomik özgürlük endeksi ile yapılan çalışmalara Bengoa ve Sanchez-Robles (2003) çalışması örnek verilebilir. Bengoa ve Sanchez-Robles (2003) çalışmasında 18 Latin Amerika ülkesini ele alarak 1977 – 1990 dönemini analiz edilmiştir. Analiz sonucunda ekonomik özgürlüklerin doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilediği bulunmuştur. Bir diğer çalışma Pearson vd. (2020) çalışmasıdır. Amerika’nın 50 eyaletini inceledikleri çalışmada rassal etkiler analizi yapılarak, benzer şekilde ekonomik özgürlüklerin doğrudan yabancı yatırımları olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. 120 gelişmiş ülkenin incelendiği Ghazalian ve Amponsem (2018) çalışmasında da ekonomik özgürlük endeksinden artışların doğrudan yabancı yatırımları arttırdığı saptanmıştır. Hem Heritage Vakfı hem Fraser Enstitüsü tarafından yayınlanan ekonomik özgürlük endekslerini kullanarak 78 ülkeyi içeren Kapuria – Formen (2007) çalışmasında 1990 – 1998 dönemi analiz edilmiştir. Fraser Enstitüsü tarafından yayınlanan endeksin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğu bulunurken, Heritage Vakfı tarafından yayınlanan endeksin ise doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde istatistiksel olarak anlamı olmadığı saptanmıştır.

İncelenen literatürde, ekonomik özgürlükler endeksi için daha çok Heritage Vakfı tarafından yayınlanan endeksin tercih edildiği görülmektedir. Örneğin, Azman-Saini vd. (2010) çalışmasında 1976 – 2004 dönemi için 85 ülkeyi içeren analiz yapılmıştır. GMM tekniğinin kullanıldığı çalışma sonucunda doğrudan yabancı yatırımların tek başına gayri safi yurtiçi hasıla üzerinde etkili olmadığı, ekonomik özgürlükler ile doğrudan yabancı yatırımların birlikte gayri safi yurtiçi hasıla üzerinde pozitif etkisinin olduğu saptanmıştır. 1995 – 2014 dönemi için Güney Asya ülkelerinin ele alındığı Imtiaz – Bashir (2007) çalışmasında sabit etkiler analizi ile doğrudan yabancı yatırım – ekonomik özgürlükler ilişkisi sınanmıştır. Analiz sonucunda ekonomik özgürlüklerin doğrudan yabancı

yatırımları olumlu etkilediğine ulaşılmıştır. Economou (2019) çalışmasında da 1996 – 2017 dönemi için Akdeniz ülkeleri (Yunanistan, İtalya, Portekiz, İspanya) ele alınmıştır. Rassal etkiler analizi sonucunda doğrudan yabancı yatırımların ekonomik özgürlüklerden pozitif etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. 89 gelişmekte olan ve 31 gelişmiş ülkeden oluşan toplamda 120 ülkenin ele alındığı Tag vd. (2016) çalışmasında 2006 – 2012 dönemi incelenmiştir. Analiz sonucunda doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik özgürlükler arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Benzer şekilde 11 gelişmiş ve 9 gelişmekte olan ülkenin incelendiği Saini ve Singhanian (2018) çalışmasında GMM tekniği ile analiz yapılmıştır. Gelişmiş ülkelerde ekonomik özgürlüklerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğu bulunurken, gelişmekte olan ülkelere ise istatistiksel olarak anlamlı bir etki bulunmamıştır. Çiftçi ve Durusu-Çiftçi (2021) çalışmasında ise en çok doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler örneklem olarak belirlenmiş ve 1995 – 2019 yılları için nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Çalışma sonucunda; ekonomik özgürlük endeksi ile yatırımlar arasında sadece dört ülkede nedensellik ilişkisine saptanırken, ekonomik özgürlük endeksinin alt bileşenleri ile yapılan analiz sonucunda ise dokuz ülkede nedensellik ilişkisine saptanmıştır. Bu çalışmaların aksine Kahai (2004) 55 gelişmekte olan ülkeyi ele alarak ekonomik özgürlükler ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi test etmiş ve negatif bir ilişki bulmuştur. Quazi (2007) çalışmasında da Doğu Asya ülkeleri için rassal etkiler analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda Kahai (2004) bulgularına benzer şekilde ekonomik özgürlükler ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında negatif ilişki saptanmıştır.

2.3.2.Kurumsal Kalite –Portföy Yatırımları ve Diğer Yatırımlar İlişkisi

Doğrudan yabancı yatırımlara nazaran ülke ekonomisinin dinamiklerine daha hızlı tepki veren portföy yatırımları ile diğer yatırımların kurumsal kalite ile olan ilişkisi literatürde yer bulsa da sınırlı sayıda çalışmanın konusu olmuştur. Çalışmanın bu kısmında bu tür yatırımlar ile kurumsal kalite arasındaki ilişkiyi konu eden ampirik literatür özetlenecektir.

Literatürde kurumsal kalite ile sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ampirik olarak test eden çalışmalarda Alfaro vd. (2008) çalışması öne çıkmaktadır. Alfaro vd. sermayenin niçin zengin ülkelere fakir ülkelere gitmediğini birçok çalışmalarında araştırmış ve bunun sebebinin kurumsal kalite farklılıkları olduğunu ileri sürmüşlerdir (Alfaro vd., 2003; 2007; 2008). 98 ülkenin ele alındığı Alfaro vd. (2008) çalışmasında; doğrudan yabancı yatırım ile portföy yatırımları ele alınmıştır. Kurumsal kalite endeksi

için ICRG endeksi kullanılan çalışmada, sermaye akımlarının ve volatilitelerinin belirleyicilerinde kurumsal kalitenin önemli bir rolü olduğunu, kurumsal kalitenin sermaye akımlarını pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Akhtaruzzaman vd. (2018) çalışmasında, Alfaro vd. (2008) çalışmasında ele alınan dönem ve örneklem ele alınarak analiz tekrar yapılmıştır. Akhtaruzzaman vd. (2018); Alfaro vd. (2008) çalışmasında uygulanan doğrusal – logaritmik modelin yanlış spesifikasyon olduğunu ve doğru modelin ters hiperbolik sinüs dönüşümle elde edileceğini ileri sürmüştür. Yeniden yapılan analiz sonucunda kurumsal kalitenin sermaye akımlarını belirlemede yine önemli bir değişken olduğu fakat Lucas (1990) paradoksunu⁵ tek başına tamamen açıklamada yetersiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Byrne ve Fiess (2016) çalışmasında, 64 gelişmekte olan ülke ele alınmıştır. ICRG endeksinin kullanıldığı analizde, kurumsal kalite ile toplam sermaye akımları arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. Ayrıca sermaye akımları ayrıştırılarak analiz yapılmıştır. Bulgular tahvil yatırımlarının (0.11) bankacılık yatırımlarına (0.07) kıyasla kurumsal kaliteden daha fazla etkilendiğine işaret etmektedir. Mercado ve Park (2011) çalışmasında da gelişmekte olan ülkeler incelenmiştir. Toplam sermaye akımları, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların analiz edildiği çalışmada kurumsal kalite değişkeni için WGI datası kullanılmıştır. Analiz sonucunda kurumsal kalitenin toplam sermaye akımları ve diğer yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada toplam sermaye yatırımlarının (0.94) diğer yatırımlara (0.80) kıyasla kurumsal kalitedeki artışlardan daha fazla etkilendiği gösterilmiştir. Benzer şekilde Nxumalo ve Makoni (2021) çalışmasında da gelişmekte olan ülkelerin doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları ile WGI datası ilişkisi analiz edilmiştir. Gecikmesi dağıtılmış panel otoregresif (PARDL) tahmin yöntemiyle yapılan analiz sonucunda uzun dönemde doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları ve kurumsal kalite arasında ilişki saptanırken; kısa dönemde ise ilişki saptanamamıştır. Bununla birlikte kurumsal kalite değişkenindeki 1 birimlik artışın uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımları 0.44 birim artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Portföy yatırımlarında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır.

⁵ Neoklasik büyüme modellerinde görece olarak yoksul ülkelerde emek başına düşen sermaye daha az olmaktadır. Bu nedenle sermayenin azalan getirisi varsayımıyla yoksul ülkelerde sermayenin getirisi daha yüksek olacaktır. Bu sebeple de sermayenin zengin ülkelere yoksul ülkelere akması gerekir. Fakat Lucas (1990) çalışmasında zengin ülkelere fakir ülkelere sermaye akışının Neoklasik modellerin öngördüğünden çok daha düşük seviyelerde gerçekleştiğini ileri sürmüştür. Literatürde Lucas Paradoksu olarak bilinir.

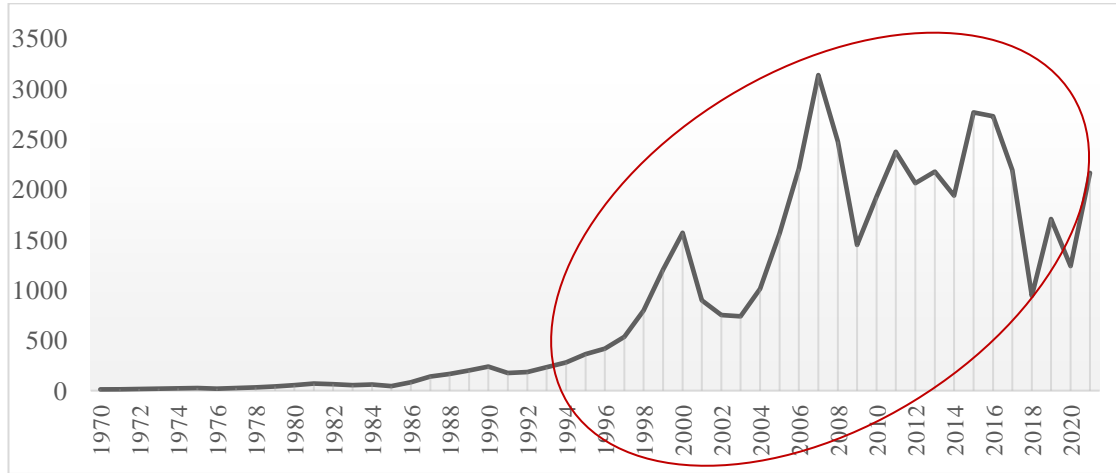
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE KURUMSAL KALİTE İLİŞKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde dünyada doğrudan yabancı yatırımlardaki ve kurumsal kalitedeki gelişme ve değişimler istatistikler kullanılarak tanıtılacaktır. Ampirik literatür göstermiştir ki ülkelerdeki farklı dinamikler, doğrudan yabancı yatırımlar ile kurumsal kalite arasındaki ilişkinin sonuçlarının farklılaşmasına yol açabilmektedir. Çalışmanın bu bölümü iki aşamadan oluşacaktır. İlk aşamada doğrudan yabancı yatırımların dünya ekonomisindeki yeri incelenecektir. Dünya Bankası'nın Dünya Kalkınma Göstergeleri (World Development Indicators) veri setinden elde edilmiş ödemeler bilançosu altındaki doğrudan yabancı yatırım girişleri ele alınarak betimleyici analiz yapılacaktır. Kurumsal kalite verisi de Dünya Bankası'nın Dünya Yönetişim Göstergeleri (World Governance Indicators) veri tabanından elde edilmiştir. Analiz 1996 – 2021 yıllarını kapsamaktadır. İkinci aşamada ise en çok doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler ve en az doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler için doğrudan yabancı yatırım girişleri ile kurumsal kalite arasındaki ilişki, yardımcı değişkenler kullanılarak ekonometrik olarak analiz edilecektir.

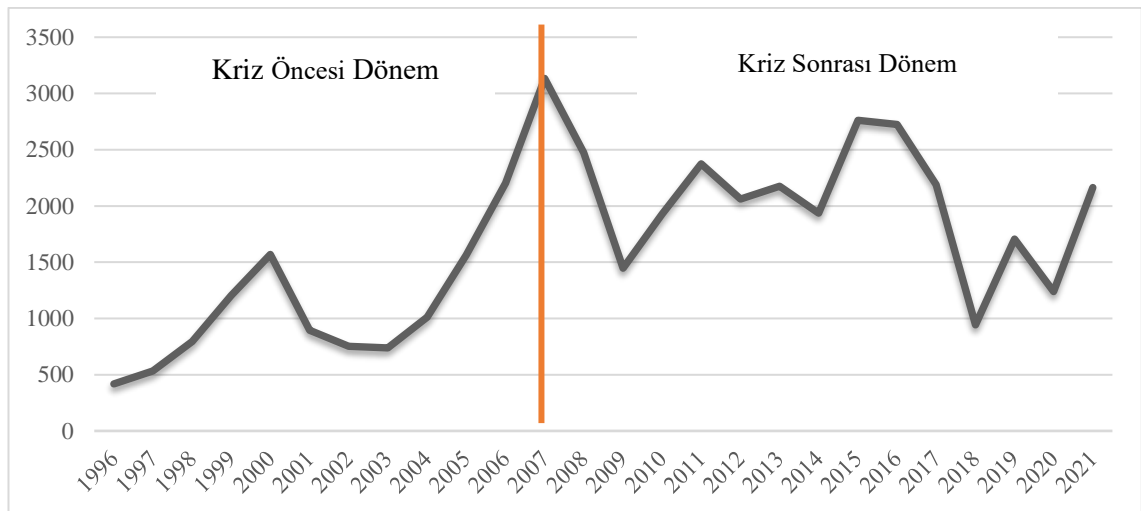
3.1. Dünyada Doğrudan Yabancı Yatırımların Gelişimi

Küresel finansal sistemin önemli yapı taşlarından biri olan doğrudan yabancı yatırımlar, ülke ekonomilerini çok boyutlu olarak şekillendirmekle birlikte dünya ekonomisinde önemli bir yere sahiptir. Grafik 3.1 'de doğrudan yabancı yatırımların dünya ekonomisindeki seyri görülmektedir.

Grafik 3.1. Dünya Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri: 1970 – 2021

Kaynak: Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri, 2023.

Grafik 3.1'e göre, dünya ekonomisinde 1970 yılında yaklaşık 12 milyar Dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar, 1980 yılına kadar durağan bir seyir izlemiştir. 1980 yılından sonra doğrudan yabancı yatırımlarda artışlar başlamış ve 1990 yılında yaklaşık 240 milyar Dolar seviyesine yükselmiştir. 1991 yılında bir önceki yıla göre %37 oranında azalış görülse de toparlanma eğilimine girmiş ve artmaya devam etmiştir. 2000 yılına kadar artmaya devam eden doğrudan yabancı yatırımlarda, günümüze değin sürecek ani düşüş – yükselişler sürecine girmiştir. 2000 yılında yaklaşık 1.5 trilyon Dolar'a ulaşan doğrudan yabancı yatırımlar, 2003 yılında 737 milyar Dolar'a kadar gerilemiştir. Sonrasında artış trendine girmiş ve en yüksek seviye olan 3.1 trilyon Dolar'a 2007 yılında ulaşmıştır. 2008 yılındaki küresel finansal krizle birlikte doğrudan yabancı yatırımlarda ani bir azalış meydana gelmiş ve oldukça volatil bir seyir izlemiştir.

Grafik 3.2. Dünya Ekonomisinde DYY Girişleri: 1996 – 2021

Kaynak: Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri, 2023.

Grafik 3.2'ye göre 1996 yılında yaklaşık 418 milyar Dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar, zaman itibariyle dalgalanmalar yaşasa da 2021 yılına gelindiğinde yaklaşık 5 katlık bir artışla 2 trilyon 163 milyar Dolar'a ulaşmıştır. 2000 yılında 1.5 trilyon Dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2008 yılına kadar artmaya devam etmiştir. 2007 yılında en yüksek seviye olan 3.2 trilyon Dolar seviyesine ulaşmıştır. 2008 yılında küresel finansal krizin etkisiyle birlikte yeniden düşüşe geçen yatırımlar, 2018 yılına kadar 2 ile 2.5 trilyon Dolar arasında dalgalanmalar yaşamıştır. ABD'nin İran'a uyguladığı yaptırımlar, Çin ile ABD arasındaki ticaret savaşları, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden çıkış süreci, Arjantin gibi gelişmekte olan pek çok ülkede yaşanan ekonomik problemler ve pandemi gibi pek çok etkenin bu dönemde küresel ekonomiyi olumsuz etkilediği bilinmektedir. 2018 yılında küresel ekonomide yaşanan bu olumsuzluklar ile birlikte 943 milyar Dolar'a kadar gerileyen doğrudan yabancı yatırımlarda toparlanış görülse de 2020 yılında küresel pandemi ile tekrar düşüş yaşanmış ve 2021 yılında 2.1 trilyon Dolar seviyesine gelmiştir.

Panel veri setinin 2 boyutuna ilişkin yapılan betimsel analiz neticesinde hem kesit boyutu için hem de zaman boyutu için önemli iki husus tespit edilmiştir. Bunlardan ilki doğrudan yabancı yatırımlar küresel finansal kriz öncesi ve kriz sonrası dönemde farklı dinamikler göstermektedir. 1996-2007 döneminde dünyanın farklı bölgelerinde 2000'li yılların başında yaşanan ekonomik krizlerin etkisiyle bir daralma gözlenirse de diğer dönemlerde önemli bir ivmelenme yaşandığı gözlenmektedir. 2008-2021 döneminde ise doğrudan yabancı yatırımlar çok daha volatil bir görünüm sergilemektedir. Bu sebeple veri setinin kriz öncesi ve sonrası olarak iki ayrı periyotta ele alarak kurumsal değişkenlerin etkisini değerlendirilmesi ve iki farklı dönem için elde edilen bulguların karşılaştırılması sık sık krizler yaşayan dünya ekonomisi için önemli bilgiler sunulabilecektir.

İkinci önemli husus verilerin kesit boyutu ile ilgilidir. Literatürde daha önce yapılan panel analizlerde ülkeler gelir gruplarına göre ya da gelişmiş ve gelişen piyasalar şeklinde ayrıştırılmıştır. Ancak aşağıdaki tabloda da görüleceği gibi dünyada en fazla yabancı yatırım çeken ülkeler arasında hem yüksek gelirli hem de düşük gelirli ya da hem gelişmiş hem de gelişen piyasalar olabilmektedir. Örneğin; Şili ve Endonezya düşük gelirli ülkeler olmasına rağmen dünya ortalamasının üzerinde doğrudan yabancı yatırım çekmektedir. Benzer şekilde; Brezilya, Çin, Hong Kong, Meksika gibi ülkeler gelişen piyasalar olmasına rağmen ortalama üzerinde doğrudan yabancı yatırım çekmektedir.

Ayrıca dünyada bazı ülkeler yüksek düzeyde doğrudan yabancı yatırım çekebilirken, bazı ülkeler neredeyse hiç yabancı yatırım çekememektedir. Bu durum veri setinin oldukça heterojen bir yapıda olmasına yol açmaktadır. Bu doğrultuda 1996-2021 dönemi için ülkelerin doğrudan yabancı yatırım verilerinin ortalaması alınarak ülkeler sıralamaya sokulmuştur. Sonrasında dünyanın söz konusu dönem ortalaması hesaplanmış ve bu ortalamanın üzerinde yabancı yatırım çeken ülkeler belirlenmiştir. 1996-2021 döneminde dünya ortalama doğrudan yabancı yatırım girişlerinin 8.8 milyar Dolar olduğu tespit edilmiştir. Buna göre bu ortalamanın üzerinde bir ortalama ile doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler Tablo 3.1’de sıralanmıştır.



Tablo 3.1. En Çok DYY Çeken Ülkelerde DYY ve Kurumsal Kalite: 1996 – 2021

	DYY	COR	GOV	POL	REG	ROL	VOI
ABD	261.8	89.39	90.8	61.79	92.02	91.52	85.71
Almanya	71.7	93.88	91.65	77.48	92.71	93.09	93.18
Avustralya	30.5	92.29	93.66	87.43	92.33	97.39	93.54
Belçika	42	90.02	91.21	74.14	86.63	88.93	92.88
Birleşik Krallık	99	94.06	92.61	63.72	96.53	93.5	91.36
Brezilya	47.4	51.57	48.54	38.78	55.3	46.54	60.8
Çin	155.6	43.14	58.41	31.9	42.45	39.22	6.99
Endonezya	10.5	26.3	44.31	17.44	42.87	33.73	44.04
Fransa	45.2	88.53	89.15	62.72	83.38	89.68	88.16
Güney Kore	9.6	69.36	78.66	59.94	75.48	79.39	69.67
Hindistan	24.9	42.82	54.55	15.21	40.08	56.04	59.91
Hollanda	124.9	96.19	97.11	85.78	97.72	95.88	97.49
Hong Kong	68.9	91.78	92.76	76.89	98.43	88.19	58.47
İrlanda	43.7	91.46	89.86	88.26	94.93	92.56	92.99
İsrail	9.1	79.94	85.09	13.67	83.18	80.61	68.51
İspanya	33.1	82.02	84.41	50.87	83.16	84.98	85.12
İsveç	17.9	98.3	96.64	91.12	94.27	97.61	98.29
İsviçre	14.1	96.46	97.9	95.66	95.57	97.92	96.86
İtalya	18.2	66.33	70.4	66.55	75.65	66.75	80.16
Japonya	14.9	87.83	89.03	85.37	81.63	88.82	79.25
Kanada	40.9	94.76	95.44	85.47	94.36	94.97	96.14
Kıbrıs	13.6	79.92	90.48	62.08	84.08	81.08	80.09
Macaristan	19.9	68.18	74.65	76.04	78.3	72.97	74.18
Meksika	26.2	36.19	57.1	27.05	59.91	34.8	51.63
Polonya	13.5	71.37	69.82	69.69	75.55	68.71	77.34
Rusya	25.6	18.49	52.68	17.84	38.33	21.43	26.55
Şili	11.8	87.56	81.43	62.14	89.52	85.14	79.47
Singapur	45.2	97.75	99.19	91.21	99.3	92.66	45.8
Suudi Arabistan	9.9	56.32	53.74	35.42	52.74	55.96	5.1
Türkiye	9.5	51.11	57.63	15.74	59.82	49.64	38.58
Örnekleme	45.3	74.44	78.96	59.58	77.87	75.32	70.61

Notlar: DYY: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri, milyar Dolar (Foreign direct investment, net inflows)
 COR: Yolsuzluğun kontrolü (Control of Corruption), GOV: Hükümetin etkinliği (Government Efficiency),
 POL: Politik istikrar ve şiddet/terör yokluğu (Political stability and violence/terrorism absence), REG:
 Düzenleme kalitesi (Regulatory quality), ROL: Hukukun üstünlüğü (Rule of Law), VOI: İfade özgürlüğü
 ve hesap verilebilirlik (Voice and accountability).

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Tablo 3.1.'e göre; 1996-2021 dönemi ortalamasına göre en çok doğrudan yabancı yatırım çeken ülke 261.8 milyar Dolar ile Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'dir. ABD'yi 155.6 milyar Dolar ile Çin takip etmektedir.⁶ En çok doğrudan yabancı yatırım çeken ilk 6 ülkeden sonra (ABD, Çin, Hollanda, Birleşik Krallık, Almanya ve Hong Kong), doğrudan yabancı yatırımların miktarının bu ülkelerle kıyaslandığında önemli

⁶ Britanya Virjin Adaları ve Cayman Adaları ortalamasının üzerinde DYY girişlerine sahip olmakla birlikte çok küçük ada ülkeleri olmaları nedeniyle analizin kapsamı dışında bırakılmıştır.

ölçüde azalmaya başladığı görülmektedir. Kurumsal kalite göstergelerinde ise, ortalama puanlar 70 bandında iken, en yüksek ortalama 78.96 ile hükümetin etkinliği olmuştur. En düşük ortalama ise 59.58 puan ile politik istikrar göstergesidir. Genel olarak incelendiğinde; Çin, Brezilya, Meksika, Rusya, Hindistan, Macaristan, Endonezya, Suudi Arabistan ve Türkiye'nin kurumsal kalite göstergelerinin diğer ülkelere kıyasla daha düşük puanlar alarak ortalamanın altında kaldığı görülmektedir. Yolsuzluğun kontrolü göstergesinde 98.30 puan ile İsveç yolsuzluğun en az olduğu ülke olurken; 18.49 puan ile Rusya'da yolsuzluk seviyesinin daha yüksek olduğu söylenebilir. Benzer şekilde hükümetin etkinliğinde 97.90 puan ile İsviçre en yüksek puana sahip olurken, 44.31 puan ile Endonezya en düşük puana sahiptir. Politik istikrar göstergesinde en yüksek puan 91.21 olurken (Singapur), en düşük puan ise 13.67 (İsrail) olmuştur. Düzenleme kalitesinde ise 99.30 puan ile Singapur ilk sırada yer alırken, 38.33 puan ile Rusya en son sırada yer almaktadır. Hukukun üstünlüğü göstergesinde; en yüksek puan 97.92 (İsviçre) olurken, en düşük puan 21.43 ile Rusya'ya aittir. Son olarak ifade özgürlüğünde ise; en yüksek puan 97.49 ile Hollanda'ya, en düşük puan ise 5.10 ile Suudi Arabistan'a aittir.

1996 – 2021 döneminde, doğrudan yabancı yatırım girişlerinin dünya ortalamasının altında kalan ülkeler ise en az doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler olarak belirlenmiştir. Ülkelere ait doğrudan yabancı yatırım ve kurumsal kalite verileri Tablo 3.2.'de gösterilmektedir. Venezuela, Katar, Etiyopya, Myanmar ve Birleşik Arap Emirlikleri dünya ortalamasının altında ve dönem ortalaması 1 milyar Dolar'ın üzerinde doğrudan yabancı yatırım çekmelerine rağmen analize konu diğer değişkenlerde fazla sayıda gözlem eksikliği içermeleri nedeniyle analizin kapsamı dışında bırakılmıştır.

Tablo 3.2.'ye göre; 8.43 milyar Dolar ile dünya ortalamasına en yakın doğrudan yabancı yatırım girişlerine sahip ülke Kamboçya olmuştur. Kamboçya'yı 7.99 milyar Dolar ile Arjantin takip etmektedir. Bu panelde heterojen bir yapıya sahip olmakla birlikte, panel ortalaması 3.47 milyar Dolar'dır. En çok doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler panelinde ise ortalama 45.30 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. İki panel arasında yaklaşık 13 kat fark bulunmaktadır. Kurumsal kalite göstergelerinde ise; en az doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler panelinde puanların daha düşük olduğu gözlemlenmektedir. Genel olarak incelendiğinde; hükümetin etkinliği göstergesi ortalama olarak en yüksek puana (54.64) sahipken, politik istikrar göstergesi ise en düşük puana (48.17) sahiptir. En çok DYY çeken ülkeler ile karşılaştırıldığında ortalama puanlar daha düşük olsa da, en yüksek ve en düşük puana alan göstergeler aynı göstergeler olmuştur. Genel olarak; Avusturya, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Malta, Yeni

Zelanda, Norveç, Portekiz ve Uruguay ortalamanın üzerinde puanlara sahiptir. Yolsuzluğun kontrolü göstergesinde; 99.66 ile en yüksek puana sahip ülke Danimarka olurken, 7.27 ile en düşük puan Sudan'a aittir. Hükümetin etkinliğinde; Finlandiya (98.81 puan) en yüksek puanı alırken, Sudan ise en düşük puanı (8.94) almıştır. Politik istikrar göstergesinde; 95.41 puan ile Yeni Zelanda ilk sırada yer alırken, 3.15 puan ile Sudan son sırada yer almaktadır. Düzenleme kalitesinde de en yüksek puan (97.87) yine Yeni Zelanda'ya ait olurken, en düşük puan ise İran (6.68)'dadır. Hukukun üstünlüğünde; Finlandiya 99.69 puan ile en yüksek puanı alırken, Sudan 6.73 puan ile en düşük puanı almıştır. İfade özgürlüğü göstergesinde ise; Yeni Zelanda yine en yüksek puanı alırken (98.31), Türkmenistan ise en düşük puanı (1.88) almıştır.



Tablo 3.2. En Az DYY Çeken Ülkelerde DYY ve Kurumsal Kalite: 1996 – 2021

	DYY	COR	GOV	POL	REG	ROL	VOI
Arjantin	7.99	44.95	53.07	43.81	35.70	36.37	60.25
Avusturya	6.31	92.29	93.67	87.44	92.33	97.40	93.54
Azerbaycan	2.64	11.74	31.08	23.08	32.48	22.44	12.98
Bahreyn	0.99	63.04	68.20	32.64	72.33	64.14	18.39
Bangladeş	1.14	14.24	25.75	15.30	17.85	22.86	35.16
Belarus	1.11	41.16	23.45	50.08	11.59	16.86	10.54
Bulgaristan	2.85	50.35	55.10	56.41	67.50	50.10	62.28
Çek Cumhuriyeti	7.20	68.49	77.61	80.53	82.43	79.06	77.66
Cezayir	1.24	29.97	32.07	11.70	19.51	22.12	19.83
Danimarka	4.98	99.66	98.20	86.59	96.76	98.56	98.01
Dominik	1.83	27.32	37.55	45.40	49.45	34.23	53.07
Estonya	1.62	81.83	79.77	70.16	89.54	80.37	83.72
Fas	1.97	46.17	49.16	35.38	49.31	48.99	31.07
Filipinler	3.86	34.20	55.06	15.30	53.79	39.04	50.41
Finlandiya	7.66	99.32	98.81	94.66	97.37	99.69	97.69
Gana	1.75	51.61	49.82	44.48	47.94	52.51	58.04
Güney Afrika	5.25	62.78	65.52	38.91	64.56	55.02	69.00
Hırvatistan	1.86	56.32	67.17	63.86	61.76	54.14	60.97
İran	2.19	31.12	35.06	17.19	6.68	22.54	12.12
Kamboçya	1.34	12.13	23.17	33.66	37.02	13.87	20.62
Kazakistan	6.54	20.22	35.86	49.25	43.02	23.62	17.27
Kolombiya	8.43	44.80	48.85	9.42	57.97	36.87	43.34
Kongo Cumhuriyeti	1.03	11.37	9.53	21.76	9.98	10.01	15.95
Kosta Rika	1.90	72.02	63.34	69.50	69.70	66.47	81.68
Litvanya	1.26	67.62	73.49	71.46	80.92	71.61	75.84
Lübnan	2.32	24.61	43.99	14.16	40.08	33.04	34.56
Makao	1.57	71.18	81.61	76.74	83.90	70.51	52.14
Malezya	7.28	62.55	79.86	53.17	69.30	63.81	36.35
Malta	6.07	75.29	81.24	92.45	84.09	87.17	87.35
Mısır	4.57	34.13	39.70	22.20	36.47	44.98	16.47
Mozambik	1.91	33.10	31.30	41.71	32.01	25.62	41.17
Nijerya	3.57	10.30	14.61	7.57	18.81	12.91	27.43
Norveç	7.55	97.33	97.16	94.47	91.48	99.07	98.71
Pakistan	1.85	18.44	31.75	5.59	26.57	23.39	23.90
Panama	2.32	42.71	59.60	51.29	66.37	49.77	64.31
Peru	4.83	41.89	43.80	24.35	63.35	32.18	49.01
Portekiz	7.36	81.83	82.61	83.49	80.03	84.99	89.07
Romanya	4.81	46.20	47.69	54.18	63.94	55.28	61.66
Slovak Cum.	2.31	62.54	73.19	77.98	76.46	64.98	74.30
Sudan	1.15	7.27	8.94	3.15	7.37	6.73	4.63
Tayland	7.07	43.48	61.75	30.95	57.60	55.83	39.44
Tunus	0.96	52.68	59.97	38.55	48.75	51.44	32.74
Türkmenistan	1.55	8.15	11.14	48.85	2.72	5.62	1.88
Ukrayna	3.87	16.06	30.15	28.77	34.69	23.08	42.12
Umman	1.51	68.39	62.84	72.99	64.99	65.32	20.82
Ürdün	1.32	61.02	58.54	35.18	59.31	60.74	30.09
Uruguay	1.47	85.86	69.36	77.62	70.39	69.59	82.17
Vietnam	7.17	35.46	47.58	54.16	30.17	41.02	10.08
Yeni Zelanda	1.85	98.95	93.96	95.41	97.87	97.75	98.31
Yunanistan	2.20	62.68	69.46	55.78	71.10	69.23	76.17
Örneklem Ort.	3.47	49.53	54.64	48.17	54.50	50.25	49.08

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

3.2. Data ve Metodoloji

Bu aşamada ekonometrik analizde kullanılacak veriler ve model tahmininde kullanılacak metodoloji tanıtılacaktır. Bu bağlamda; en çok doğrudan yabancı yatırım çeken ülkelerde kriz öncesi ve sonrası dönemler için statik ve dinamik panel modellerle kurumsal kalitenin ve alt bileşenlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkilerine yönelik tahminler gerçekleştirilecektir. Aynı süreç en az doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler için uygulanacaktır. Elde edilen bulgular ışığında şu soruların cevapları aranacaktır:

- Kurumsal kalite DYY'ın bir belirleyicisi midir?
- Kurumsal kalite endeksinin DYY üzerindeki etkisi küresel finansal kriz öncesi ve sonrasında değişmekte midir?
- Kurumsal kalite endeksinin DYY üzerindeki etkisi en çok DYY çeken ülkeler paneli ve en az DYY çeken ülkeler paneli için değişmekte midir?
- Kurumsal kalitenin farklı göstergeleri (alt bileşenleri) DYY'ın belirleyicisi midir?
- Kurumsal kalitenin farklı göstergelerinin DYY üzerindeki etkisi küresel finansal kriz öncesi ve sonrasında değişmekte midir?
- Kurumsal kalitenin farklı göstergelerinin DYY üzerindeki etkisi en çok DYY çeken ülkeler ve en az DYY çeken ülkelerde değişmekte midir?
- Statik model tahmin sonuçları ile dinamik model tahmin sonuçları farklılaşmakta mıdır?

3.2.1. Veri Seti

Kurumsal kalite verisinin en erken 1996 yılından itibaren yayınlamakta olması ve doğrudan yabancı yatırımların 1996 yılından sonra ivme kazanması sebebiyle analiz 1996 – 2021 yıllarını kapsamaktadır. Doğrudan yabancı yatırım girişleri ile kurumsal kalite arasındaki ilişkiyi analiz ederken, literatürde doğrudan yabancı yatırımları açıklamada en çok kullanılan yardımcı değişkenlerden yararlanılacaktır. Bu değişkenler gayri safi yurt içi hasıla (GSYH), ticarete açıklık ve finansal gelişme değişkenleridir. Gayri safi yurt içi hasıla değişkeni için kişi başına düşen gayri safi yurt içi hasıla, ticarete açıklık değişkeni için toplam ticaretin gayri safi yurtiçi hasıladaki payı ve finansal gelişme değişkeni için ise finansal gelişmişlik endeksi kullanılacaktır. Değişkenler logaritmik olarak dönüştürülmüştür. Analizde kullanılacak veriler Tablo 3.3.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.3. Analize Konu Olan Veriler ve Veri Tabanları

Değişken	Gösterge	Kısaltma
Doğrudan Yabancı Yatırım	Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerinin Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranı	InFDI
Kurumsal Kalite	Yolsuzluğun Kontrolü	InCOR
	Hükümetin Etkinliği	InGOV
	Politik İstikrar ve Şiddet/Terör Yokluğu	InPOL
	Düzenleme Kalitesi	InREG
	Hukukun Üstünlüğü	InROL
	İfade Özgürlüğü ve Hesap Verilebilirlik	InVOI
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	Kişi Başına reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	InGDP
Ticarete Açıklık	Toplam Ticaretin Gayri Safi Yurtiçi Hasıladaki Oranı	InTO
Finansal Gelişmişlik	Finansal Gelişmişlik Endeksi	InFD

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

3.2.2. Panel Veri Metodolojisi

Ekonometride üç farklı türde veri mevcuttur. Bunlar zaman serisi verisi, kesit veri ve panel veridir. Zaman serileri, bir değişkenin zaman içerisinde aldığı değerlerden oluşmaktadır. Başka bir deyişle tek bir kesitin belirli bir dönemdeki aldığı değerlerdir. Örneğin bir ülkenin nüfus verisinin 1980 ile 2022 yılları arasındaki aldığı değerler zaman serisini oluşturmaktadır. Kesit verisi ise zamanın belirli bir noktasında değişkenin aldığı değerdir. Örneğin bir ülkenin 2022 yılındaki nüfus verisi kesit veridir. Panel veri ise kesit verisi ile zaman serisinin birleşiminden oluşmaktadır. Başka bir deyişle, birden fazla kesitin, belirli bir dönem aralığında aldığı değerlerdir. Örneğin; birden fazla ülkenin 1980 ile 2022 yılları arasında nüfus verileri panel veri setini oluşturmaktadır. Panel verinin diğer veri türlerine kıyasla sağladığı birtakım avantajlar ve dezavantajlar söz konusudur. Panel verinin avantajları şu şekilde sıralanabilir (Baltagi, 2005):

- Birden fazla kesiti, belirli bir dönem boyunca ele aldığı için daha çok bilgi barındırır.
- Bireysel heterojenliğe izin verir. Farklı kesitlerin ayarlama süreçlerinin nasıl işlediğine dair bilgi verir.
- Daha çok serbestlik derecesine sahiptir.
- Daha etkindir.

- Daha güçlü test prosedürlerine sahiptir.
- Daha fazla gözlem sayısına sahip olması nedeniyle çoklu doğrusal bağlantı sorununu azaltır.

Tüm bunların yanında bazı dezavantajlar da söz konusudur.

- Veri toplama ve düzenleme problemleri olabilmektedir.
- Veri toplama sürecinde ölçüm hataları ortaya çıkabilir.
- Seçicilik problemleri (Yanlı seçim, yanıt alamama, yıpranma vs.) veri kaybına yol açabilir.

Panel verilerde klasik regresyon modeli şu şekilde tanımlanmaktadır:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + u_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (3.1)$$

$$\varepsilon_{it} = \mu_{it} + v_{it} \quad (3.2)$$

Denklem (3.1)'de yer alan y_{it} bağımlı değişkeni, X_{it} ise açıklayıcı değişkenleri temsil etmektedir. α_i terimi sabit terim katsayısını temsil ederken, β_i ise eğim katsayısını temsil etmektedir. i , kesit boyutu; t , zaman boyutudur. u_{it} ise hata terimini ifade etmektedir. Denklem (3.2)'de ise; μ_{it} gözlemlenemeyen bireysel etkileri, v_{it} ise kalan bozulmayı ifade etmektedir.

Panel veride kesit boyutunun zaman boyutundan daha fazla olduğu paneller mikro panel olarak adlandırılırken, zaman boyutunun kesit boyutundan daha fazla olduğu paneller ise makro paneller olarak adlandırılmaktadır. Mikro panellerin tahmininde statik ve dinamik modeller kullanılarak tahminler gerçekleştirilmektedir. Statik modeller arasından yapılan önsel testler neticesinde Havuzlanmış En Küçük Kareler (Pooled OLS – POLS) Modeli, Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model – FEM) veya Rassal Etkiler Modeli (Random Effects Model – REM) tahmin edilebilmektedir. Dinamik modellerde ise modele bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri dahil edilerek Genelleştirilmiş Momentler Metodu (Generalized Moments Method – GMM) ile tahminler gerçekleştirilmektedir.

Havuzlanmış en küçük kareler yönteminde; panel veri setinin homojen olduğu varsayılarak bireysel etkilerin olmadığı kabul edilmektedir. Dolayısıyla tüm panel için tek bir sabit terim ve tek bir eğim katsayısı bulunmaktadır. Havuzlanmış EKK regresyon modeli denklem (3.3)'te gösterilmektedir:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (3.3)$$

Sabit etkiler modelinde ise; panel veri setinde heterojenliğe izin verilerek, bireysel etkiler dikkate alınmaktadır. Havuzlanmış panel regresyon modeli ile bu noktada farklılaşmaktadır. Bu modelde zaman serilerinde belirli bir birime ait olan ve sabit kalan tüm değişimler gözlemlenmekte ve her yatay kesit seti için farklı katsayılar hesaplanabilmektedir (Asteriou ve Hall, 2011). Sabit terim ya kesitler arasında ya da zaman içinde değişmektedir. Bunlara grup ve zaman etkisi denilmekte ve tek yönlü sabit etkiler olarak adlandırılmaktadır. Sabit terim hem kesitler arasında hem zaman içinde değişiyorsa çift yönlü sabit etkilerden söz edilmektedir. Sabit etkiler yönteminde, sabit etkiler modelin sistematik kısmında yer almaktadır. Sabit etkiler yöntemine ait regresyon modeli denklem (3.4), (3.5) ve (3.6)'da gösterilmektedir:

$$y_{it} = \beta_{01} + \beta_{02} D_{2i} + \dots + \beta_{0n} D_{ni} + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_j X_{jit} + u_{it} \quad (3.4)$$

$$y_{it} = \gamma_{01} + \gamma_{02} D_T + \dots + \beta_{0n} D_T + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_j X_{jit} + u_{it} \quad (3.5)$$

$$y_{it} = \beta_{01} + \beta_{02} D_{2i} + \dots + \beta_{0n} D_{ni} + \gamma_{01} + \gamma_{02} D_T + \dots + \beta_{0n} D_T + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_j X_{jit} + u_{it} \quad (3.6)$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

Denklemlerde i , kesit boyutunu; t ise zaman boyutunu ifade etmektedir. D terimi ise kukla değişkenler olup, bireysel etkileri ifade etmektedir. Denklem (3.5)'te grup etkisini dikkate alan tek yönlü sabit etkiler modeli yer almaktadır. Her bir kesit için sabit etkiler dikkate alınırken, zaman boyutu ise dikkate alınmamaktadır. Denklem (3.5)'te ise zaman etkilerini dikkate alan tek yönlü sabit etkiler modeli yer almaktadır. Denklem (3.6)'da ise her ikisini de dikkate alan çift yönlü sabit etkiler modeli yer almaktadır.

Panel veri tahmininde kullanılan bir diğer yöntem ise Rassal Etkiler Modeli yöntemidir. Sabit etkiler modeli, bireysel etkilerin sabit terimde dikkate alınırken; rassal etkiler modelinde ise bireysel etkiler hata teriminde yer almaktadır. Rassal tüm etkiler regresyon modeline dahil edilmektedir. Rassal etkiler yöntemine ait regresyon modeli denklem (3.7)'de gösterilmektedir:

$$y_{it} = \sum_{j=1}^n \beta_j X_{it} + (\mu_{it} + v_{it}) \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.7)$$

Rassal etkiler modelinde bireylere özgü etkilerin (μ_{it}) rassal olduğu kabul edilir. Sabit etkiler modelinde olduğu gibi bu etkiler sistematik kısımda yer almayıp, hata terimine dahil edildiği için daha çok serbestlik derecesine sahiptir (Baltagi, 2005).

Statik modeller tahmin edilirken, hangi yöntemin daha uygun olduğuna dair karar verme sürecinde bazı ön testler yapılmaktadır. Bu testler; F testi, Hausman testi ve LM testidir.

F testi; havuzlanmış EKK ile sabit etkiler modeli arasında tercih yaparken kullanılmaktadır. Sabit etkiler modelinde bireysel etkiler için kukla değişkenler kullanılmaktadır. Bu kukla değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlılığını kontrol etmek için F test uygulanmaktadır. Eğer kukla değişkenler anlamlı ise sabit etkiler modeli, anlamsız ise havuzlanmış EKK yöntemi kullanılmaktadır. Sabit kesit etkileri yoktur boş hipotezine karşılık, sabit kesit etkileri vardır alternatif hipotezi test edilir. F testin hesaplanma yöntemi aşağıdaki gibidir:

$$F = \frac{SSR_R - SSR_{UR}/N - 1}{SSR_{UR}/(NT - N + k)} \sim F(N-1, NT - (N+k)) \quad (3.8)$$

Eğer boş hipotez (H_0 : Sabit kesit etkileri yoktur) reddedilirse sabit etkiler modeli, eğer boş hipotez reddedilemezse havuzlanmış EKK yöntemi uygun olmaktadır.

Rassal etkiler ile havuzlanmış EKK arasında seçim yapmak için Breusch – Pagan LM (1980) testi kullanılmaktadır. Boş hipotezde bireysel etkilerin varyansının sıfır olduğu (H_0 : Rassal etkiler yoktur) yer alırken, alternatif hipotezde ise bireysel etkilerin varyansının sıfır olmadığı yer almaktadır. LM testin hesaplanması aşağıdaki gibidir:

$$LM\mu = \frac{NT \sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T (u_i^2)) / 2}{(T - 1) \sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T (u_i))} \sim X_1^2 \quad (3.9)$$

Boş hipotezin reddedilmesi durumunda rassal etkiler tahmincisi uygun olurken, reddedilememesi durumunda ise havuzlanmış EKK yöntemi uygun olmaktadır.

Sabit etkiler tahmincisinin uygun olduğu durumda, rassal etkiler tahmincisinin de aynı şekilde uygun olup olmadığını test etmek için Hausman testi yapılmaktadır (Asteriou ve Hall, 2007). Boş hipotezde rassal etkiler tahmincisinin (GLS tahmincisi) etkin ve

tutarlı olduğu yer alırken, alternatif hipotezde ise sabit etkiler tahmincisinin (within tahmincisi) tutarlı olduğu yer almaktadır. Eğer boş hipotez reddedilirse, sabit etkiler tahmincisi ile analize devam edilmesi; boş hipotez reddedilemezse rassal etkiler tahmincisi ile analize devam edilmesi gerekmektedir.

Dinamik etkiler dikkate alındığında ise; modele bağımlı değişkenin gecikmeli değeri açıklayıcı değişken olarak dahil edilmektedir. Dinamik model denklem (3.10)'da gösterilmektedir:

$$Y_{it} = \delta Y_{it-1} + X_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.10)$$

$$\varepsilon_{it} = \mu_{it} + v_{it} \quad (3.11)$$

Y_{it} bağımlı değişkeni, Y_{it-1} bağımlı değişkenin birinci gecikmesini, X_{it} ise açıklayıcı değişkenleri ifade etmektedir. Dinamik modellerde, bağımlı değişkenin gecikmesinin modele dahil edilmesi içsellik problemine yol açmaktadır. İçsellik problemi açıklayıcı değişkenlerin hata terimleriyle ilişkili olması durumudur. Hata terimleri ile ilişkili olan bağımlı değişkenin gecikmeleri yerine araç değişkenler (Instrumental Variables – IV) kullanılmaktadır. Kullanılan araç değişkenler, hata terimi ile ilişkisiz olurken, yerine kullanıldığı değişken ile yüksek derecede ilişkili olmalıdır. Modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığı ise Sargan ve Hansen testleri ile test edilmektedir. Boş hipotezde araç değişkenlerin geçerli olduğu, alternatif hipotezde ise araç değişkenlerin geçersiz olduğu yer almaktadır. Boş hipotezin reddedilemediği durumda araç değişkenler geçerlidir.

Dinamik modellerin tahmininde daha önce de belirtildiği üzere GMM tekniği kullanılmaktadır. Literatürde üç farklı GMM tekniği kullanılmaktadır. Bunlar: fark GMM (Arellano ve Bond, 1991), Ortogonal GMM (Arellano ve Bover, 1995) ve Sistem GMM (Blundell ve Bond, 1998)'dir. Fark GMM tekniğinde; farkı alınmış model araç değişken matrisi kullanılarak dönüştürülmektedir. Bu dönüştürülmüş model Genelleştirilmiş En Küçük Kareler ile tahmin edilmektedir. GMM tahmincisi bu sebeple iki aşamalı en küçük kareler ile aynı işlevi görmektedir.

Fark GMM tekniğinde, verilerin farkı alındığı için veri kaybı söz konusudur. Ayrıca farkı alınmış değişkenler, zayıf araç değişkenler olabilmektedir. Buna ek olarak değişkenlerin seviyeleri hakkında bilgi içermemesi nedeniyle toplam varyansın önemli bir kısmının kaybolmasına neden olabilir (Arellano ve Bover, 1995; Blundell ve Bond, 1998). Bu sorunların üstesinden gelmek için Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve

Bond (1998), sistem GMM tekniğini önermişlerdir. Sistem GMM tekniğinde, fark denklemler ile düzey denklemler birlikte ele alınarak çözülmektedir. Sistem GMM tekniği bu sebeple bir eşanlı denklem sistemidir. Düzey denkleminde bağımlı değişkenin farklarını alarak; fark denkleminde ise bağımlı değişkenin düzeylerini alarak araç değişken matrisi oluşturulmakta ve katsayılar tahmin edilmektedir.

Bu çalışmada araştırmaya konu olan iktisadi model öncelikle statik modeller ve sonrasında da dinamik modeller aracılığı ile tahmin edilecektir. Ekonometrik analizde kullanılacak statik model şu şekildedir:

$$\ln FDI_{it} = \alpha + \beta_1 \ln GDP_{it} + \beta_2 \ln TO_{it} + \beta_3 \ln FD_{it} + \beta_4 \ln IQ_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.12)$$

$$\ln FDI_{it} = \alpha + \beta_1 \ln GDP_{it} + \beta_2 \ln TO_{it} + \beta_3 \ln FD_{it} + \beta_4 \ln COR_{it} + \beta_5 \ln GOV_{it} + \beta_6 \ln POL_{it} + \beta_7 \ln REG_{it} + \beta_8 \ln ROL_{it} + \beta_9 \ln VOL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.13)$$

$$i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

Denklem (3.12) ve (3.13)'te yer alan modellerdeki tüm değişkenler logaritmik olarak dönüştürülmüştür. Bağımlı değişken $\ln FDI$, doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ye oranını temsil etmektedir. $\ln GDP$, reel kişi başına düşen GSYİH (sabit:2015 dolar)'dır. Piyasa büyüklüğünü temsil eden kişi başına düşen GSYİH katsayısının doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilemesi beklenmektedir (Chakrabarti, 2001; Ralhan, 2006; Dhakal vd., 2010). $\ln TO$; toplam ticaretin GSYİH'ye oranıdır. Ticarete açıklığı temsil etmektedir. Ticarete açıklık değişkenin katsayısının doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilemesi beklenmektedir (Benassy-Quere vd., 2001; Sahoo, 2006; Kar ve Tatlısöz, 2008). $\ln FD$, finansal gelişme endeksidir. Finansal gelişmenin yatırımların serbest dolaşımına olanak sağlaması ve katsayısının doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilemesi beklenmektedir (Ang, 2008; Desbores ve Wei, 2017). $\ln IQ$, temel bileşen analizi ile oluşturulmuş kurumsal kalite değişkenidir. Kurumsal kalite katsayısının doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilemesi beklenmektedir (Alfaro vd., 2007, 2008; Buchanan vd., 2012; Owusu-Nantwi, 2019).

Ekonometrik analizlerde öncelikle kurumsal kalite için alt bileşenleri ile oluşturulan endeks değeri kullanılacaktır. İkinci aşamada dünya yönetim göstergeleri veri tabanından elde edilen 6 kurumsal kalite göstergesi için ayrı ayrı model tahminleri gerçekleştirilecektir. Denklem (3.12)'de yer alan $\ln COR$, yolsuzluğun kontrolünü temsil

etmektedir. Yolsuzluğun kontrolü, işlem maliyetlerini ve belirsizlikleri azalttığı için doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkileyebilirken (Wei, 2000; Belgiboyeva ve Plekhanov, 2015), yolsuzluğun işlem ve süreçleri hızlandırdığı gerekçesiyle negatif de etkileyebilmektedir (Leff, 1964; Tullock, 1996). Dolayısıyla katsayısının pozitif veya negatif olması beklenmektedir. lnGOV, hükümetin etkinliğini temsil etmektedir. lnPOL, politik istikrar ve şiddet/terör yokluğunu temsil etmektedir. lnREG, düzenleme kalitesidir. Katsayılarının pozitif olması beklenmektedir (Awadhi vd., 2022; Kurul ve Yalta, 2017). lnROL, hukukun üstünlüğünü temsil etmektedir. Belirsizlikleri azaltarak güçlü bir yasal mevzuata olanak sağlaması nedeniyle katsayısının pozitif olması (Muhammed ve Khan, 2022; Masron ve Nor, 2013) veya yatırımcılara ek kurallar ve maliyetler yüklediği gerekçesiyle katsayısının negatif olması da (Yuan, 2010) beklenebilmektedir. lnVOI, ifade özgürlüğü ve hesap verilebilirliği temsil etmektedir. Yatırımcılara güvenli bir yatırım ortamı oluşturması nedeniyle katsayısının pozitif olması (Kurul ve Yalta, 2017) veya yaşam standartlarını yükselterek işçilerin yüksek maaş talepleri nedeniyle yatırımları negatif etkileyebilmesi beklenebilmektedir (Saha vd., 2022).

Dinamik modeller ise şu şekilde tanımlanmaktadır:

$$\ln FDI_{it} = \beta_1 \ln FDI_{it-1} + \beta_2 \ln GDP_{it} + \beta_3 \ln TO_{it} + \beta_4 \ln FD_{it} + \beta_5 \ln IQ_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.14)$$

$$\ln FDI_{it} = \beta_1 \ln FDI_{it-1} + \beta_2 \ln GDP_{it} + \beta_3 \ln TO_{it} + \beta_4 \ln FD_{it} + \beta_5 \ln X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.15)$$

$$i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

Denklem (3.14)'de kurumsal kalite için oluşturulan endeks değeri kullanılırken, denklem (3.15)'de kurumsal kaliteyi temsil eden alt göstergeler yer alacaktır. Modelde kullanılan değişkenler ve katsayı beklentileri statik model ile aynı olup, $\ln FDI_{it-1}$ terimi ise bağımlı değişkenin birinci gecikmesini ifade etmektedir.

3.2.3. Ampirik Bulgular

Ampirik analize geçmeden önce yapılan ön testler sonucunda sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olduğuna karar verilmiştir. Dinamik model tahmini için Sistem GMM (Blundell ve Bond, 1998) tahmincisi kullanılmıştır. Ampirik analizde öncelikle statik sabit etkiler modeli tahmin sonucunda elde edilen bulgular çalışmanın ekler

bölümünde sunulmuştur.⁷ Sistem GMM tekniğinin, zayıf araç değişken sorununu çözdüğü ve daha etkin bir tahminci olduğu literatürde kabul görmektedir (Baltagi, 2005; Blundell ve Bond, 1998). Bu nedenle çalışmada Sistem GMM tekniği kullanılmıştır. Bu kapsamda hem en çok doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler hem en az doğrudan yabancı yatırım çeken ülkeler için Temel Bileşen Analizi⁸ (Principal Component Analysis – PCA) yöntemiyle oluşturulmuş kurumsal kalite endeksinin yer aldığı regresyon ile tahmin sonuçları yer almaktadır. Daha sonra her bir kurumsal kalite göstergesinin ayrı ayrı regresyona dahil edilmesi sonucunda elde edilen sonuçlar sunulacaktır. Son olarak dinamik modellerle yapılan tahmin sonuçları raporlanacaktır.

Çalışmanın bu kısmında tahmin edilen tüm modellerin sonuçlarına dair herhangi bir iktisadi yoruma gidilmeden yalnızca elde edilen tahmin sonuçları istatistiksel olarak sunulacaktır. Doğrudan yabancı yatırımların geçmiş değerlerinin önemli bir belirleyici olduğu önceki literatür tarafından sıklıkla vurgulandığından çalışmanın iktisadi olarak yorumlanacak temel bulguları dinamik modeller tarafından elde edilen bulgular olacaktır. Bu doğrultuda elde edilen bulguların dönem ve kesit karşılaştırması ve iktisadi yorumu çalışmanın sonuç bölümünde sunulacaktır. Statik model sonuçları ise ekler kısmında sunulmuştur.

Tablo 3.4.'te Temel Bileşenler Analizi (PCA) yöntemiyle oluşturulmuş kurumsal kalite endeksi ile doğrudan yabancı yatırım ilişkisine dair dinamik model tahmin sonuçları yer almaktadır.⁹

⁷ Statik sabit etkiler panel veri model sonuçlarına göre; kurumsal kalite endeksi kullanılarak yapılan analiz sonucunda, kriz öncesi dönemde en çok DYY çeken ülkelerde kurumsal kalite endeksi DYY'yi negatif etkilerken; kriz sonrası dönemde ise en az DYY çeken ülkelerde pozitif etkilemektedir. Kurumsal kalite alt göstergeleri ile yapılan analiz sonucunda; kriz öncesi dönemde en çok DYY çeken ülkelerde yolsuzluğun kontrolü ve politik istikrarın DYY'yi pozitif etkilediği, en az DYY çeken ülkelerde ise düzenleme kalitesi, hukukun üstünlüğü ve ifade özgürlüğünün DYY'yi pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Kriz sonrası dönemde ise her iki panelde de politik istikrar göstergesinin DYY'yi pozitif etkilediği saptanmıştır. Ek olarak, diğer değişkenlerin etkisi değişmekle birlikte; ticarete açıklık ile GSYİH değişkeni en az DYY çeken ülkelerde DYY'yi arttırırken, en çok DYY çeken ülkelerde ise azaltmaktadır. Finansal gelişme değişkeni ise en çok DYY çeken ülkelerde DYY'yi pozitif etkilerken, en az DYY çeken ülkelerde ise negatif etkilemektedir.

⁸ Temel bileşenler analizi (PCA), bilgiyi kaybetmeden çok sayıda birbiri ile yüksek derece korelasyon içeren açıklayıcı değişkenleri, az sayıda ilişkisiz değişkenle değiştirmek için kullanılan bir tekniktir (Ullah ve Khan, 2017). Literatürde kurumsal kalite göstergelerine PCA yöntemi uygulayarak kurumsal kalite endeks değişkeni elde eden çalışmalara rastlanılmaktadır (Sabir vd., 2019; Owusu-Nantwi, 2019; Buchanan vd., 2012).

⁹ Betimleyici analiz sonucunda; kriz öncesi dönemde 2003 yılında, kriz sonrası dönemde ise 2018 yılında doğrudan yabancı yatırımlarda ani azalışlar görüldüğü gerekçesiyle bu yıllara kukla değişkenler konulmuştur.

Tablo 3.4. Dinamik Model Tahmin Sonuçları

	En Çok DYY Çeken Ülkeler		En Az DYY Çeken Ülkeler	
	Kriz Öncesi Dönem	Kriz Sonrası Dönem	Kriz Öncesi Dönem	Kriz Sonrası Dönem
<i>lnFDI₍₋₁₎</i>	0.484*** (0.135)	0.381*** (0.098)	0.574*** (0.063)	0.105 (0.098)
<i>lnGDP</i>	-0.088 (0.071)	-0.093 (0.097)	0.010 (0.025)	-0.128* (0.067)
<i>lnTO</i>	0.508** (0.209)	0.463* (0.258)	0.168*** (0.060)	0.502*** (0.158)
<i>lnFD</i>	0.433*** (0.161)	0.050 (0.325)	0.001 (0.053)	-0.364** (0.158)
<i>lnIQ</i>	0.011 (0.062)	0.088 (0.112)	-0.018 (0.040)	0.018 (0.050)
<i>D2003</i>	-0.278*** (0.102)	-	-	-
<i>D2018</i>	-	-1.187** (0.460)	-	-
<i>Sargan</i>	145.04 [0.000]	240.80 [0.000]	226.58 [0.002]	260.16 [0.000]
<i>Hansen</i>	24.69 [1.000]	26.25 [1.000]	45.41 [1.000]	45.84 [1.000]
<i>AR(1)</i>	-1.88 [0.060]	-2.30 [0.021]	-3.65 [0.000]	-2.59 [0.010]
<i>AR(2)</i>	1.05 [0.295]	1.81 [0.071]	1.53 [0.125]	0.61 [0.543]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. AR(1) ve AR(2) hata terimlerinin seri korelasyonunu temsil etmektedir. Sargan ve Hansen testi, araç değişkenlerin geçerliliği testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Tablo 3.4'e göre dinamik model tahmin sonuçları şu şekilde özetlenebilir:

- **En çok DYY çeken ülkelerde** kriz öncesi dönemde DYY girişlerinin bir dönem önceki değeri, yatırımları istatistiksel olarak pozitif etkilemektedir. Benzer şekilde ticarete açıklıktaki %1'lik bir artış DYY girişlerini %0.50 arttırırken, finansal gelişmedeki %1'lik artış ise DYY girişlerini %0.43 arttırmaktadır. Kriz sonrası dönemde ise doğrudan yabancı yatırımların bir dönem önceki değeri istatistiksel olarak anlamlılığını ve pozitifliğini korurken, finansal gelişme değişkeni ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Ticarete açıklıktaki %1'lik artış, DYY girişlerini kriz sonrası dönemde %0.46 arttırmaktadır.
- **En az DYY çeken ülkelerde** ise kriz öncesi dönemde DYY'nin gecikmeli değeri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Ticarete açıklıktaki %1'lik bir artış DYY girişlerini %0.16 oranında arttırmaktadır. Kriz sonrası dönemde ise ticarete açıklık değişkenin DYY üzerindeki pozitif etkisi artarken, finansal gelişme değişkeni ile GSYİH değişkeni ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bulunmuştur. Ticarete açıklıktaki %1'lik bir artış DYY girişlerini %0.50

arttırırken; finansal gelişmedeki %1’lik bir artış DYY girişlerini %0.36 oranında, GSYİH’deki %1’lik artış ise %0.12 oranında azaltmaktadır.

- *Kurumsal kalite endeksi* ise, kriz öncesi ve sonrasında her iki panelde de istatistiksel olarak anlamsız tespit edilmiştir.

Kurumsal kalite endeksinin DYY üzerindeki etkisini inceledikten sonra, her bir kurumsal kalite alt göstergesinin DYY üzerindeki etkisini ayrı ayrı analiz etmek ve en çok hangi göstergelerin yatırımlar üzerinde etkili olduğunu inceleyebilmek adına 6 kurumsal kalite göstergesinin ayrı ayrı modele dâhil edildiği tahminler gerçekleştirilmiştir. Tablo 3.5. ve 3.6.’da sırasıyla en çok DYY çeken ülkeler için kriz öncesi ve sonrası dönemde dinamik model tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.5. En Çok DYY Çeken Ülkeler İçin Dinamik Model Tahmin Sonuçları (Kriz Öncesi Dönem)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>lnFDI₍₋₁₎</i>	0.452*** (0.146)	0.481*** (0.144)	0.453*** (0.132)	0.479*** (0.140)	0.484*** (0.129)	0.479*** (0.140)
<i>lnGDP</i>	-0.185* (0.101)	-0.069 (0.117)	-0.180* (0.074)	-0.105 (0.123)	-0.040 (0.064)	-0.106 (0.096)
<i>lnTO</i>	0.543*** (0.193)	0.548** (0.224)	0.522*** (0.198)	0.539** (0.216)	0.527*** (0.201)	0.538** (0.229)
<i>lnFD</i>	0.519*** (0.186)	0.441** (0.214)	0.422*** (0.150)	0.502** (0.205)	0.399** (0.165)	0.488** (0.188)
<i>lnCOR</i>	0.201 (0.206)	-	-	-	-	-
<i>lnGOV</i>	-	-0.086 (0.219)	-	-	-	-
<i>lnPOL</i>	-	-	0.219* (0.133)	-	-	-
<i>lnREG</i>	-	-	-	0.011 (0.218)	-	-
<i>lnROL</i>	-	-	-	-	-0.131 (0.102)	-
<i>lnVOI</i>	-	-	-	-	-	0.014 (0.077)
<i>D2003</i>	-0.282*** (0.107)	-0.256** (0.112)	-0.260** (0.105)	-0.260 (0.113)	-0.273 (0.101)	-0.261** (0.110)
<i>Sargan</i>	145.63 [0.000]	145.21 [0.000]	145.22 [0.000]	145.34 [0.000]	146.20 [0.000]	145.42 [0.000]
<i>Hansen</i>	25.01 [1.000]	26.81 [1.000]	25.66 [1.000]	26.81 [1.000]	24.31 [1.000]	26.38 [1.000]
<i>AR(1)</i>	-1.85 [0.065]	-1.88 [0.061]	-1.86 [0.063]	-1.88 [0.060]	-1.88 [0.059]	-1.87 [0.061]
<i>AR(2)</i>	1.01 [0.311]	1.04 [0.299]	1.02 [0.310]	1.04 [0.296]	1.05 [0.295]	1.04 [0.299]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. AR(1) ve AR(2) hata terimlerinin seri korelasyonunu temsil etmektedir. Sargan ve Hansen testi, araç değişkenlerin geçerliliği testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Tablo 3.6. En Çok DYY Çeken Ülkeler İçin Dinamik Model Tahmin Sonuçları (Kriz Sonrası Dönem)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>lnFDI₍₋₁₎</i>	0.396*** (0.109)	0.431*** (0.110)	0.400*** (0.109)	0.396*** (0.106)	0.390*** (0.108)	0.392*** (0.108)
<i>lnGDP</i>	-0.156 (0.108)	-0.092 (0.195)	-0.107 (0.093)	-0.180 (0.200)	-0.121 (0.117)	-0.077 (0.086)
<i>lnTO</i>	0.466** (0.230)	0.493** (0.237)	0.518** (0.257)	0.457** (0.224)	0.467*** (0.232)	0.466** (0.233)
<i>lnFD</i>	0.047 (0.230)	0.070 (0.412)	0.050 (0.306)	0.144 (0.341)	0.014 (0.295)	0.004 (0.289)
<i>lnCOR</i>	0.148 (0.187)	-	-	-	-	-
<i>lnGOV</i>	-	-0.035 (0.418)	-	-	-	-
<i>lnPOL</i>	-	-	-0.032 (0.168)	-	-	-
<i>lnREG</i>	-	-	-	0.223 (0.455)	-	-
<i>lnROL</i>	-	-	-	-	0.055 (0.220)	-
<i>lnVOI</i>	-	-	-	-	-	-0.051 (0.093)
<i>D2018</i>	-1.220** (0.553)	-1.180** (0.543)	-1.252** (0.520)	-1.192** (0.553)	-1.224** (0.545)	-1.158** (0.520)
<i>Sargan</i>	240.00 [0.000]	240.14 [0.000]	239.84 [0.000]	240.36 [0.000]	240.16 [0.000]	239.78 [0.000]
<i>Hansen</i>	28.03 [1.000]	26.31 [1.000]	27.15 [1.000]	27.76 [1.000]	26.61 [1.000]	25.42 [1.000]
<i>AR(1)</i>	-2.29 [0.022]	-2.29 [0.022]	-2.30 [0.021]	-2.29 [0.022]	-2.28 [0.023]	-2.27 [0.023]
<i>AR(2)</i>	1.81 [0.071]	1.80 [0.071]	1.82 [0.069]	1.81 [0.071]	1.80 [0.072]	1.79 [0.073]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. AR(1) ve AR(2) hata terimlerinin seri korelasyonunu temsil etmektedir. Sargan ve Hansen testi, araç değişkenlerin geçerliliği testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Tablo 3.5. ve 3.6.'da yer alan bulgular şu şekilde özetlenebilir:

- **En çok DYY çeken ülkelerde** kriz öncesi dönemde; her modelde finansal gelişme değişkeni ile ticarete açıklık değişkeninin DYY girişlerini pozitif etkileyen değişken olduğu tespit edilmiştir. Finansal gelişmedeki %1'lik bir artışın DYY girişlerindeki etkisi ortalama olarak %0.46 oranındadır. Ticarete açıklıktaki %1'lik artış ise DYY girişlerini ortalama olarak %0.54 oranında arttırmaktadır. Yolsuzluğun kontrolü ve politik istikrar göstergesinin modele dâhil edildiği (1) ve (3) nolu modellerde GSYH değişkeni istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bulunmuştur. GSYH'deki %1'lik artış, DYY girişlerini %0.18 oranında azaltmaktadır.

- **En çok DYY çeken ülkelerde** kriz sonrası dönemde ise; tüm modellerde ticarete açıklık değişkeni, DYY girişlerini en fazla etkileyen değişken olarak tespit edilmiştir. Ticarete açıklıktaki %1'lik artışın DYY girişlerini üzerindeki etkisi %0.45 ile %0.51 oranında değişmekle birlikte ortalama olarak % 0.47 olarak tespit edilmiştir. Diğer tüm değişkenler ise istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Kurumsal kalite göstergeleri incelendiğinde; kriz öncesi dönemde sadece politik istikrar değişkeni istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bulunurken, kriz sonrası dönemde ise hiçbir kurumsal kalite göstergesi anlamlı olarak bulunamamıştır. Kriz öncesi dönemde politik istikrardaki %1'lik artış, DYY girişlerini % 0.21 oranında arttırmaktadır.

En az DYY çeken ülkeler için kriz öncesi ve sonrası dönemde dinamik model tahminlerine devam edilmiştir. Tablo 3.7 ve 3.8.'de sırasıyla en az DYY çeken ülkeler için kriz öncesi ve sonrası dönem sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.7. En Az DYY Çeken Ülkeler İçin Dinamik Model Tahmin Sonuçları (Kriz Öncesi Dönem)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>lnFDI₍₋₁₎</i>	0.585*** (0.063)	0.590*** (0.063)	0.578*** (0.065)	0.580*** (0.064)	0.583*** (0.064)	0.579*** (0.063)
<i>lnGDP</i>	-0.019 (0.038)	0.006 (0.037)	-0.020 (0.030)	-0.048 (0.047)	0.001 (0.035)	-0.036 (0.045)
<i>lnTO</i>	0.295*** (0.098)	0.321*** (0.105)	0.308*** (0.091)	0.266*** (0.101)	0.307*** (0.103)	0.281*** (0.093)
<i>lnFD</i>	0.093 (0.060)	0.108* (0.063)	0.086* (0.052)	0.067 (0.066)	0.107* (0.059)	0.069 (0.053)
<i>lnCOR</i>	-0.046 (0.064)	-	-	-	-	-
<i>lnGOV</i>	-	-0.126* (0.074)	-	-	-	-
<i>lnPOL</i>	-	-	-0.055 (0.041)	-	-	-
<i>lnREG</i>	-	-	-	0.049 (0.084)	-	-
<i>lnROL</i>	-	-	-	-	-0.098 (0.080)	-
<i>lnVOI</i>	-	-	-	-	-	0.004 (0.061)
<i>Sargan</i>	140.12 [0.000]	140.64 [0.000]	140.22 [0.000]	140.84 [0.000]	140.31 [0.000]	140.50 [0.000]
<i>Hansen</i>	47.69 [0.936]	47.36 [0.941]	46.72 [0.949]	48.18 [0.930]	47.09 [0.944]	48.53 [0.924]
<i>AR(1)</i>	-3.38 [0.001]	-3.38 [0.001]	-3.33 [0.001]	-3.35 [0.001]	-3.34 [0.001]	-3.34 [0.001]
<i>AR(2)</i>	1.53 [0.126]	1.54 [0.124]	1.52 [0.129]	1.51 [0.130]	1.53 [0.125]	1.52 [0.129]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. AR(1) ve AR(2) hata terimlerinin seri korelasyonunu temsil etmektedir. Sargan ve Hansen testi, araç değişkenlerin geçerliliği testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Tablo 3.8. En Az DYY Çeken Ülkeler İçin Dinamik Model Tahmin Sonuçları (Kriz Sonrası Dönem)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>lnFDI₍₋₁₎</i>	0.109 (0.102)	0.102 (0.102)	0.103 (0.097)	0.096 (0.102)	0.105 (0.100)	0.105 (0.100)
<i>lnGDP</i>	-0.121 (0.087)	-0.147 (0.096)	-0.215*** (0.062)	-0.200** (0.085)	-0.149 (0.092)	-0.141* (0.078)
<i>lnTO</i>	0.505*** (0.156)	0.498*** (0.176)	0.461*** (0.141)	0.509*** (0.159)	0.525*** (0.166)	0.541*** (0.147)
<i>lnFD</i>	-0.382** (0.175)	-0.388* (0.219)	-0.430*** (0.144)	-0.402** (0.176)	-0.362* (0.191)	-0.339** (0.158)
<i>lnCOR</i>	-0.029 (0.162)	-	-	-	-	-
<i>lnGOV</i>	-	0.036 (0.238)	-	-	-	-
<i>lnPOL</i>	-	-	0.245** (0.097)	-	-	-
<i>lnREG</i>	-	-	-	0.145 (0.174)	-	-
<i>lnROL</i>	-	-	-	-	0.021 (0.221)	-
<i>lnVOI</i>	-	-	-	-	-	-0.014 (0.091)
<i>Sargan</i>	258.32 [0.000]	258.34 [0.000]	256.87 [0.000]	256.99 [0.000]	257.57 [0.000]	257.54 [0.000]
<i>Hansen</i>	44.15 [1.000]	43.62 [1.000]	43.44 [1.000]	43.90 [1.000]	44.20 [1.000]	43.52 [1.000]
<i>AR(1)</i>	-2.58 [0.010]	-2.57 [0.010]	-2.61 [0.009]	-2.56 [0.010]	-2.58 [0.010]	-2.58 [0.010]
<i>AR(2)</i>	0.62 [0.535]	0.61 [0.545]	0.63 [0.526]	0.59 [0.555]	0.62 [0.538]	0.61 [0.539]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. AR(1) ve AR(2) hata terimlerinin seri korelasyonunu temsil etmektedir. Sargan ve Hansen testi, araç değişkenlerin geçerliliği testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Tablo 3.7. ve 3.8'deki bulgulara göre kriz öncesi ve sonrası döneme ait dinamik model tahmin sonuçlarını şu şekildedir:

- **En az DYY çeken ülkelerde**, kriz öncesi dönemde benzer şekilde DYY'nin bir dönem önceki değeri DYY girişlerini pozitif etkilemektedir. DYY girişlerini en çok açıklayan değişken ticarete açıklık değişkeni olarak tespit edilmiştir. Her modelde pozitif ve anlamlı katsayıları olan ticarete açıklık değişkenindeki %1'lik artış, DYY girişlerini ortalama olarak %0.29 oranındaki arttırmaktadır. Hükümetin etkinliği, politik istikrar ve hukukun üstünlüğü değişkenlerinin dahil edildiği (2), (3) ve (5) nolu modellerde, finansal gelişme değişkeninin DYY girişlerini pozitif etkilediği saptanmıştır. Finansal gelişmedeki %1'lik artış, DYY girişlerini sırasıyla %0.10, %0.08 ve %0.10 oranında arttırmaktadır.

- **En az DYY çeken ülkelerde**, kriz sonrası dönemde de ticarete açıklık değişkeni DYY girişlerini en fazla etkileyen değişken olarak tespit edilmiştir. Ticaret açıklığındaki %1’lik bir artışın DYY girişleri üzerindeki etkisi %0.46 ile %0.54 oranları arasında değişmektedir. Finansal gelişme değişkeni ise her modelde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bulunmuştur. Finansal gelişmedeki %1’lik artış, DYY girişlerini ortalama olarak %0.38 oranında azaltmaktadır. Politik istikrar, düzenleme kalitesi ve ifade özgürlüğü göstergelerinin dahil edildiği (3), (4) ve (6) nolu modellerde, GSYH’nin DYY’yi negatif etkilediği tespit edilmiştir. GSYİH’deki %1’lik artış, DYY girişlerini %0.21, %0.20 ve %0.14 oranında azaltmaktadır.
- *Kurumsal kalite göstergeleri* incelendiğinde; kriz öncesi dönemde hükümetin etkinliğindeki %1’lik artış, DYY girişlerini % 0.12 oranında azaltmaktadır. Kriz sonrası dönemde ise politik istikrardaki %1’lik artış, DYY girişlerini % 0.24 oranında arttırmaktadır.

Tablo 3.9’da ise yapılan analizler sonucu elde edilen istatistiksel olarak anlamlı katsayıların ortalamaları yer almaktadır. Tablo 3.9’a göre genel bir karşılaştırmalı değerlendirme yapılacaktır.

Tablo 3.9. Dinamik Regresyon Analizi Sonucu Elde Edilen Ortalama Bulgular

	En Çok DYY Çeken Ülkeler		En Az DYY Çeken Ülkeler	
	Kriz Öncesi Dönem	Kriz Sonrası Dönem	Kriz Öncesi Dönem	Kriz Sonrası Dönem
$\ln FDI_{(-1)}$	0.471	0.400	0.582	-
$\ln GDP$	-0.182	-	-	-0.185
$\ln TO$	0.536	0.478	0.296	0.507
$\ln FD$	0.461	-	0.100	-0.383
$\ln COR$	-	-	-	-
$\ln GOV$	-	-	-0.126	-
$\ln POL$	0.219	-	-	0.245
$\ln REG$	-	-	-	-
$\ln ROL$	-	-	-	-
$\ln VOI$	-	-	-	-

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

Tablo 3.9'a göre; DYY'nin bir önceki dönemki değeri, her iki panelde de DYY'yi pozitif etkilemektedir. GSYİH ise, kriz öncesi dönemde en çok DYY çeken ülkelerde negatif saptanırken; kriz sonrasında ise en az DYY çeken ülkelerde negatif bulunmuştur. Ticarete açıklık her iki panel ve dönemde de DYY'yi en çok açıklayan değişken olmuştur. Ticarete açıklıktaki artışlar DYY'yi arttırmaktadır. Finansal gelişme ise kriz öncesi dönemde her iki panelde de pozitif bulunurken, kriz sonrası dönemde en az DYY çeken ülkelerde negatif bulunmuştur. Kurumsal kalite göstergelerinde ise öne çıkan gösterge politik istikrar göstergesidir. Kriz öncesi dönemde en çok DYY çeken ülkelerde pozitif iken, kriz sonrası dönemde de en az DYY çeken ülkelerde pozitifdir. Buna ek olarak; kriz öncesi dönemde en az DYY çeken ülkelerde hükümetin etkinliği negatif saptanmıştır.



SONUÇ

İletişim ve ulaşım kanallarının gelişmesi, artan teknolojik kazanımlar ile gelişen piyasalarla birlikte hız kazanan küreselleşme, finansal liberalizasyonu da beraberinde getirerek; sermaye hareketlerindeki kısıtlamaların önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur. Dünyada sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte ekonomiler daha entegre hale gelmiş ve sermaye akımlarının etkileri daha da güç kazanmıştır. Ülke ekonomilerini çeşitli açılardan etkileyen sermaye akımları, türlerine göre sınıflandırılmakta ve belirleyicileri olası etkileri birçok çalışmanın konusu olmaktadır. Literatürde ilk olarak Calvo vd. (1993) çalışmasıyla dikkat çeken sermaye akımlarının belirleyicileri konusu çokça araştırılmıştır. Birçok çalışmada olası faktörler “dışsal” ve “içsel” olarak ayrıştırılmıştır. Kimi çalışmalar dışsal faktörlerin sermaye akımlarını açıklamada daha baskın olduğunu tespit ederken (Calvo vd., 1993, 1996; Fernandez-Arias, 1996), kimi çalışmalar ise aksine içsel faktörlerin sermaye akımlarını açıklamada daha baskın olduğu sonucuna ulaşmıştır (Çulha, 2006; Mody vd., 2001). Çalışmanın birinci bölümünde sermaye akımları tanıtılmış ve belirleyicilerine yönelik teorik ve ampirik literatür sunulmuştur.

Literatür geliştikçe sermaye akımlarının belirleyicilerine yeni faktörler dahil olmuştur. Bu bağlamda kurumsal kalite kavramı ortaya atılmış ve ampirik olarak sermaye akımları ile ilişkisi alt göstergeleri için çalışılmaya başlansa da, kurumsal kalite endeksi kullanarak yapılan çalışmalar Busse ve Hefeker (2005) çalışması ile birlikte öne çıkmıştır. Bu çalışmayla birlikte kurumsal kalite değişkeni ile sermaye akımları arasındaki ilişki farklı ülke/ülke grupları için farklı dönemler temel alınarak araştırılmaya devam edilmiştir (Mason ve Nor, 2013; Kurul ve Yalta, 2017; Awadhi vd., 2022; Aziz, 2017). Çalışmanın ikinci bölümünde kurum kavramı, kurumsal iktisat ve kurumsal kalite endeksleri tanıtılarak, ampirik literatür özetlenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde dünyada doğrudan yabancı yatırımların gelişimi incelenerek betimleyici analiz yapılmıştır. Betimleyici analiz sonucunda yapılan çıkarımlar şu şekildedir:

- Dünyada DYY 1980 yılına kadar oldukça durağan bir seyir izlemiştir.
- 1980 yılından sonra artmaya başlayan DYY 2000 yılına gelindiğinde 1.5 trilyon Dolar’a ulaşmıştır. 2001 ve 2003 yılında düşüşler meydana gelse de artmaya devam etmiş ve 2007 yılında en yüksek seviyeye çıkmıştır (3.2 trilyon Dolar).

- 2008 yılında küresel finansal kriz sebebiyle ani bir düşüş meydana gelmiş ve sonrasında 2021 yılına kadar oldukça volatil bir görünüm sergilemiştir.
- Küresel finansal kriz öncesi ve sonrası DYY girişleri yüksek düzeyde DYY çeken ülkeler ve görece olarak daha az DYY çeken ülkeler ile karşılaştırıldığında farklı bir yapıda seyrettiği tespit edilmiştir.

Betimleyici analiz sonrasında en çok DYY çeken ülkeler ve en az DYY çeken ülkeler olmak üzere iki ayrı panel örneklem olarak belirlenmiştir. Çalışmada küresel finansal kriz öncesi (1996 – 2007) ve kriz sonrası (2008 – 2021) dönemler ele alınmıştır. Veri seti ve metodoloji tanımlandıktan sonra statik ve dinamik modellerle ampirik analiz yapılmıştır. Çalışmanın ampirik analiz bölümünde doğrudan yabancı yatırım değişkeni için DYY girişlerinin GSYİH'ye oranı kullanılmıştır. Kurumsal kalite değişkeni için altı farklı gösterge kullanılmıştır. Bunlar; (i) yolsuzluğun kontrolü, (ii) hükümetin etkinliği, (iii) politik istikrar ve şiddet/terör yokluğu, (iv) düzenleme kalitesi, (v) hukukun üstünlüğü ve (vi) ifade özgürlüğü – hesap verilebilirliktir. Bu göstergelerin etkisini ayrı ayrı incelemek amacıyla tek tek modele dahil edilerek 6 farklı model tahmin edilmiştir. Ayrıca bu altı göstergenin yer aldığı Temel Bileşen Analizi yöntemiyle oluşturulan kurumsal kalite endeksi değişkeni için analiz gerçekleştirilmiştir. Bunlara ek olarak, literatürde doğrudan yabancı yatırımları açıklamada en çok kullanılan kişi başına düşen GSYİH, ticaret açıklık (toplam ticaretin GSYİH'ye oranı) ve finansal gelişme (finansal gelişme endeksi) değişkenleri de açıklayıcı değişken olarak modele dahil edilmiştir.

Dinamik model sonuçlarına göre ise; Temel Bileşen Analizi yöntemiyle kurumsal kalite göstergelerinden oluşturulan kurumsal kalite endeksinin regresyona dâhil edildiği dinamik model tahmin sonuçlarında, kriz öncesi ve sonrası dönemde **en çok DYY çeken ülkelerde** DYY girişlerini en fazla etkileyen değişken ticarete açıklık değişkeni olarak tespit edilmiştir. Ticarete açıklıktaki %1'lik artış, kriz öncesi dönemde doğrudan yabancı yatırımları %0.50 oranında arttırırken, kriz sonrası dönemde ise %0.46 oranında arttırmaktadır. Kriz öncesi dönemde etkili olan bir diğer değişken ise finansal gelişme değişkeni olmuştur. Finansal gelişme değişkenindeki %1'lik artış, doğrudan yabancı yatırımları %0.43 oranında arttırmaktadır. Kriz sonrası dönemde ise istatistiksel olarak anlamlılığını yitirmiştir. **En az DYY çeken ülkelerde** ise DYY girişlerini en fazla etkileyen değişken benzer şekilde ticarete açıklık değişkeni olmuştur. Ticarete açıklıktaki %1'lik artış, DYY girişlerini kriz öncesi dönemde %0.16 oranında, kriz sonrası dönemde ise %0.50 oranında arttırmaktadır. Kriz sonrası dönemde ise buna ek olarak GSYİH'deki

ve finansal gelişmedeki %1'lik artış, DYY girişlerini %0.12 ve %0.36 oranında azaltmaktadır. Kurumsal kalite endeksi ise istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

Kurumsal kalite göstergelerinin tek tek modele dâhil edilerek yapılan dinamik model tahmin sonuçlarına göre ise; en çok DYY çeken ülkelerde benzer sonuçlara rastlanılmıştır. Kriz öncesi ve sonrası dönemde DYY girişlerini en çok açıklayan değişken ticarete açıklık değişkeni olarak tespit edilmiştir. En az DYY çeken ülkelerde ise kriz öncesi ve sonrası dönemde DYY girişlerini en çok açıklayan değişken yine ticarete açıklık değişkeni olmuştur. Bununla birlikte kriz öncesi dönemde finansal gelişme değişkeni bazı modellerde pozitif ve anlamlı bulunurken, kriz sonrası dönemde ise tüm modellerde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı tespit edilmiştir. Buna ek olarak kriz sonrası dönemde GSYİH'nin de bazı modellerde negatif olduğu saptanmıştır. Kurumsal kalite göstergelerinin katsayıları incelendiğinde ise; en çok DYY çeken ülkelerde kriz öncesi dönemde **politik istikrar** (0.21) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, en az DYY çeken ülkelerde ise **hükümetin etkinliği** (0.12) negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Kriz sonrası dönemde ise; en az DYY çeken ülkelerde **politik istikrar** (0.24) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Tahmin sonuçlarını özetlemek gerekirse; her iki panelde de DYY'yi en çok açıklayan değişken ticarete açıklık olurken; en çok DYY çeken ülkelerde finansal gelişme pozitif yönde, en az DYY çeken ülkelerde ise negatif yönde açıklayıcıdır. Kurumsal kalite göstergelerinde ise her iki panel içinde DYY etkileyen gösterge **politik istikrar** olarak tespit edilmiştir. Buna ek olarak en az DYY çeken ülkelerde kriz öncesi **hükümetin etkinliğinin** DYY üzerindeki etkisinin negatif olduğu tespit edilmiştir.

Çalışma sonucunda edinilen bulgular; Muhammed ve Khan (2022), Quazi (2014) ve Busse ve Hefeker (2005) çalışmalarını destekler niteliktedir. Bu çalışmalarda da politik istikrarın yabancı yatırımları arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Fakat bu çalışmalardan farklı olarak hükümetin etkinliğinin etkisi (kriz öncesi) negatif olarak saptanmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre; kurumsal kalite göstergelerinin DYY üzerindeki etkisi ülkelere ve dönemlere göre farklılaşmaktadır. Kriz öncesi dünya ekonomisinde ve doğrudan yabancı yatırımlarda farklı dinamikler söz konusu iken, kriz sonrasında ise daha farklı bir yapı olduğu tespit edilmiştir. Fakat her iki dönemde de, ticarete açıklık değişkeninin doğrudan yabancı yatırımları arttırdığı tespit edilmiştir. Teorik beklenti ile uyumlu bir sonuç elde edilmiştir. Nitekim ticarete açıklık; firmaların maliyetlerini düşürerek, daha fazla pazar payına sahip olmasına olanak sağlamakta ve yatırımları arttırmaktadır. Ticaretin önündeki engel ve kısıtlamaların azaltılması veya

kaldırılması, özellikle pazar arayan ve ihracat odaklı DYY için önemlidir. Bu sebeple, ticaret açıklık DYY çekmek isteyen ülkeler için oldukça önem arz etmektedir. Politika yapıcılar bu hususta,

- İhracat – ithalat işlemlerindeki kısıtlamaları kaldırabilir,
- Gümrük vergisini ve çeşitli vergileri azaltılabilir,
- İhracat – ithalat işlemlerinde teşvikler verilebilir ve varsa arttırılabilir.

Özetle söylemek gerekirse; serbest ticareti teşvik ederek, ticaret hacminin arttırılması ülkelerin DYY girişlerini olumlu etkileyebilecektir.

Finansal gelişme değişkeninin literatürdeki beklentisi, DYY'yi pozitif etkilemesidir. Gelişmiş, etkin ve ulaşılabilir finansal piyasalar ve finansal kurumlar; riskleri azaltarak yatırımcılara güven sağlamakta ve yeni girişimler için işlem olanaklarını arttırmaktadır. Daha fazla fon ve borçlanma imkânı ile yatırımcıları olumlu yönde etkilemektedir. Dolayısıyla finansal gelişmenin DYY'yi arttırması beklenmektedir. Nitekim en çok DYY çeken ülkelerde teorik beklentiyle uyumlu bir sonuca ulaşılmıştır. Fakat analiz sonucunda en az DYY çeken ülkelerde finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırım girişlerini negatif etkilediği tespit edilmiştir. Literatürde finansal gelişmişlik ile DYY arasındaki olası negatif ilişkinin; bir ülkedeki yerel finansal piyasaların gelişmiş olması sonucunda ilgili ülkenin doğrudan yabancı yatırıma ihtiyaç duymayabileceği ile açıklanmıştır (Anyanwu, 2011). Finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilemesi beklenirken, negatif bulunmasının bir diğer olası sebebi ise ülkelerdeki finansal gelişmenin seviyesi şeklinde açıklanmaktadır. Finansal gelişme değişkeninin yatırımları arttırması için belirli bir eşik değere ulaşması gerekebilmektedir. Nitekim literatürde, finansal gelişme ile DYY arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğu ve politik istikrarın bu ilişkide önemli bir rol oynadığı ileri sürülmektedir (Duta ve Roy, 2011). En az DYY çeken ülkelere baktığımızda finansal gelişme endeksi ortalamasının düşük olduğu (0.35) görülmektedir. Bu sebeple çalışmaya konu olan ülkelerde, finansal gelişmenin yatırımları negatif etkilemesinin sebebinin eşik değer ile ilgili olabileceği düşünülmektedir. Politika yapıcıların finansal piyasa gelişmişliğinin eşik değere ulaşılması için finansal gelişmeyi destekleyen adımlar atması, ilerleyen dönemlerde doğrudan yabancı yatırımları arttırabilir. Bu doğrultuda örneğin;

- Bankacılık alanında düzenlemeler ve iyileştirmeler yapılabilir.
- Fon ve borçlanma imkânlarına erişimlerin arttırılması ve bu imkânların tabana yayılmasına yönelik adımlar atılabilir.

- Özel sektörün yeni girişimleri için verilen krediler arttırabilir.

Benzer şekilde gayri safi yurtiçi hasılanın da DYY'yi olumlu etkilemesi beklenmektedir. Piyasa büyüklüğü veya piyasa hacmi, üretim artışlarını ile ölçek ekonomisini beraberinde getirerek maliyetleri en aza indirmekte ve yatırımcıları pozitif etkilemektedir. Fakat piyasa büyüklüğü, ölçek ekonomisini ve maliyet minimizasyonunu sağlayacak eşiğe geldiğinde doğrudan yabancı yatırımları arttıracaktır (Moosa, 2002; Tsai, 1994). Dolayısıyla GSYİH'nin doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilemesinin sebebi de eşik değeri olarak ileri sürülebilir. Ayrıca özellikle tasarruf açığı yaşayan ve sermayeye ihtiyaç duyan ülkelerde (en az DYY çeken ülkeler gibi), gerekli üretim artışının sağlanması ve piyasa büyüklüğüne ulaşılması için de DYY'ye ihtiyaç duyulmaktadır. Kriz öncesi dönemde toplam DYY'nin %88'i en çok DYY çeken ülkelere gitmiştir. En çok DYY çeken ülkeler paneline baktığımızda, çoğunlukla yüksek GSYİH'ye sahip ülkeler olduğunu görmekteyiz. Bunun DYY'leri arttırması beklenirken, negatif bulunmasının olası sebepleri şu şekilde açıklanabilir: (i) GSYİH'si yüksek ülkelerde, genellikle yerel para birimi güçlü olmaktadır. Güçlü para birimi, yabancı yatırımlar için maliyetleri arttırabilir. Eğer yabancı yatırım ihracat odaklıysa bu durumdan olumsuz etkilenecektir. Üretim için ham madde dışardan alınıyorsa ithalatı da olumsuz etkileyebilir. (ii) Yüksek büyüme oranları, ekonomide enflasyonu tetikleyerek, kimi sektörlerde finansal krizler oluşturabilir. 2008 küresel finansal krizi buna bir örnektir. Dolayısıyla yatırım kararları olumsuz etkilenebilir. (iii) Yüksek büyüme oranlarına rağmen, ülkede gelir dağılımında eşitsizlik söz konusu olabilir. Bu da yerel talebi olumsuz etkileyerek, yatırımları caydırabilir. Kriz sonrası dönemde ise en az DYY çeken ülkelerdeki toplam DYY %3.85 oranında azalmıştır. Dolayısıyla GSYİH'nin DYY'yi pozitif etkilemesi için gerekli olan ölçek ekonomisinin etkin hale gelmesi, yatırımların azalmasıyla olumsuz etkilenecek, yeni yatırımları da negatif etkileyebilmiş olabilir.

Kurumsal kalite göstergelerinin DYY üzerindeki etkisi ise değişmektedir. Kriz öncesi dönemde en az DYY çeken ülkelerde hükümetin etkinliği ile DYY arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Literatürde hükümetin etkinliğinin DYY'yi pozitif etkilemesi beklenmektedir. Hükümetin etkili politikalar oluşturması ve etkin bir şekilde uygulaması; eğitim, ulaşım, ekonomi vb. alanları etkilemektedir. Dolayısıyla yatırımları da etkilemektedir. Fakat bir hükümetin etkin hale gelmesi zaman ve sabır gerektiren bir süreçtir (Rodríguez-Pose ve Cols, 2007). Dolayısıyla hükümetin uyguladığı politikaların etkin hale gelmesi için de belirli bir eşik değer gerekebilir. Ayrıca en az DYY çeken ülke

paneli göz önünde alındığında, genelinde gelişmişlik seviyesinin daha düşük olduğu ülkeler yer almaktadır. Bu sebeple hükümetin etkinliğinin DYY üzerinde negatif etkisi saptanmasının sebepleri şu şekilde açıklanabilir: (i) Hükümetin uyguladığı politikalar iç piyasaya yönelik olabilir. Yabancı yatırımcıları destekleyecek politikalar olmayabilir. Örneğin; teşvikler, vergi indirimleri gibi. Bu durumda yabancı yatırımlar politikalardan olumsuz etkilenecektir. (ii) Etkin bir hükümet; fazla düzenleme ve kurallar, çeşitli prosedürler, uzun ve zorlayıcı bürokratik işlemlere yol açarak, DYY'yi negatif etkilemiş olabilir. (iii) Hükümetin halihazırda yürüttüğü politikalar, değişen ekonomik koşullara göre esnemiyorsa DYY negatif etkilenebilir. Dolayısıyla hükümetin politikaları neticesinde finansal piyasalar negatif yönde de etkilenebilir. Bu durumda doğrudan yabancı yatırımlar ile hükümetin etkinliği arasında negatif ilişki saptanmış olabilir.

Buna ek olarak, her iki panelde de politik istikrar göstergesinin doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilediği saptanmıştır. Politik istikrar bir ülkedeki sosyo – ekonomik, kültürel ve hukuki alandaki dinamiklerini etkilemektedir. Ülkede politik istikrarsızlık söz konusu olduğunda; ekonomik belirsizlikler de beraberinde gelmektedir. Ekonomik belirsizliklerin olduğu bir iklimde de, sermayedarların yatırımlarının güvenliği ve finansal beklentileri negatif etkilenmektedir. Dolayısıyla politik istikrarsızlık riskleri artırmakta, ekonomiyi olumsuz etkilemekte ve yatırımları azaltmaktadır. Yatırımcılar, siyasi istikrardan yoksun ve siyasetin sürekli değiştiği bir ülkede yatırım yapmak konusunda isteksiz olabilirler. Politika yapıcılar bu doğrultuda;

- Ülkede siyasi istikrarı sağlamaya yönelik adımları netleştirebilir.
- Ülkenin siyasi, hukuki, sosyo – ekonomik geleceği hakkında gerçekçi ve sağlam hedeflerle ilerleyebilir.
- Kısa aralıklarla çeşitli anayasal düzenlenmeler, seçimler, kanun hükmünde kararnameler, olağanüstü hâl gibi uygulamalardan kaçınılmalıdır.
- İç ve dış politikada yapıcı davranabilir ve çatışmalardan uzak durabilir. Olası sorunları müzakerelerle çözmek için çaba harcayabilir.
- Güçlü bir bürokratik yapı inşa ederek, yolsuzlukların önüne geçmek için daha kararlı ve istikrarlı adımlar atabilir.

KAYNAKÇA

- Abdioglu, N., Biniş, M., Arslan, M. (2016). The Effect of Corporate Tax Rate on Foreign Direct Investment: A Panel Study for OECD Countries. *Ege Akademik Bakış*, 599-610.
- Abel, A. B. (1983). Optimal Investment Under Uncertainty. *American Economic Association*, 228-233.
- Abraham, F., Schmukler, S. L. (2017). Financial Globalization: A Glass Half Empty? *World Bank, Policy Research Working Paper*, 1-43.
- Acemoğlu, D., Robinson, J. A. (2022). *Ulusların Düşüşü: Güç, Refah ve Yoksulluğun Kökenleri*. İstanbul: Doğan Yayınları.
- Addison, T., Heshmati, A. (2003). The New Global Determinants of FDI Flows to Developing Countries. *World Institute for Development Economics Research*, 1-29.
- Adegboye, F. B., Osabohien, R., Olokoyo, F. O., Matthew, O., Adediran, O. (2020). Institutional quality, foreign direct investment, and economic development in sub-Saharan Africa. *Humanities & Social Sciences Communications*, 1-9.
- Agarwal, J. P. (1980). Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey. *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, 739-773.
- Agarwal, S., Ramaswami, S. N. (1992). Choice of Foreign Market Entry Mode: Impact of Ownership, Location and Internalization Factors. *Journal of International Business Studies*, 1-27 .
- Ahmed, S., Zlate, A. (2014). Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? *Journal of International Money and Finance*, 221-248.
- Akhtaruzzaman, M., Hajzler, C., Owen, P. D. (2018). Does institutional quality resolve the Lucas Paradox? *Applied Economics*, 455-474.
- Aktan, C. C., Vural, T. (2005). Eski Kurumsal İktisat. C. C. (Editör) içinde, *Kurumsal İktisat: Kurallar, Kurumlar ve Ekonomik Gelişme* (s. 7-20). SPK Yayını.
- Aktan, C. C., Vural, T. (2005). Yeni Kurumsal İktisat. C. C. (Editör) içinde, *Kurumsal İktisat: Kurallar, Kurumlar ve Ekonomik Gelişme* (s. 21-39). SPK Yayını.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., Volosovych, V. (2007). Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions. S. Edwards içinde, *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences* (s. 19-71). Chicago and London: The University of Chicago Press.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., Volosovych, V. (2008). Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 347-368.
- Ali, S., Guo, W. (2005). Determinants of FDI in China. *Journal of Global Business and Technology*, 21-33.

- Anna, C., Karambakuwa, R. T., Webster, D., Felex, T., Zivanai, O., Lovemore, M., Mudavanhu, V. (2012). The impact of interest rates on foreign direct investment: A case study of the Zimbabwean economy (February 2009-June 2011). *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 1-24.
- Anyanwu, J. C. (2011). Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to Africa, 1980-2007. *African Development Bank*, 1-32
- Arbatli, E. (2011). Economic Policies and FDI Inflows to Emerging Market Economies. *IMF Working Paper*, 1-25.
- Arellano, M., Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 29-51.
- Arellano, M., Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 277-297
- Arslan, Ü., Sağlam, Y. (2011). The Relationship Between Corruption and Public Investment: The Case of Turkey. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 365-378.
- Asiedu, E. (2002). On the Determinants of Foreign Direct Investment to Developing Countries: Is Africa Different? *World Development*, 107-119.
- Asiedu, E. (2006). Foreign Direct Investment in Africa: The Role of Natural Resources, Market Size, Government Policy, Institutions and Political Instability. *United Nations University*, 63-77.
- Aslan, N., Terzi, N., Siampan, E. (2014). Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 15-32.
- Asteriou, D., Hall, S. G. (2011). *Applied Econometrics*. Palgrave Macmillan.
- Awadhi, M., James, M., Byaro, M. (2022). Does Institutional Development attract Foreign Direct Investments in Sub-Saharan Africa? A Dynamic Panel Analysis. *African Journal of Economic Review*, 117-129.
- Aydemir, O., Genç, E. (2015). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kapsamında Bir Analiz, Türkiye Örneği. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 17-41.
- Azam, M., Ahmad, S. A. (2013). The Effects of Corruption on Foreign Direct Investment Inflows: Some Empirical Evidence from Less Developed Countries. *Journal of Applied Sciences Research*, 3462-3467.
- Aziz, O. (2017). Institutional Quality and FDI Inflows in Arab Economies. *Finance Research Letters*, 1-34.
- Aziz, O. G. (2020). FDI inflows and economic growth in Arab region: The institutional quality channel. *Int J Fin Econ.* , 1-16.

- Azman-Saini, W., Baharumshah, A. Z., Law, S. H. (2010). Foreign direct investment, economic freedom and economic growth: International evidence. *Economic Modelling*, 1079–1089.
- Baek, I.-M. (2006). Portfolio Investment Flows to Asia and Latin America: Pull, Push or Market Sentiment? *Journal of Asian Economics*, 363–373.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis Of Panel Data*. England: John Wiley & Sons.
- Belgibayeva, A., Plekhanov, A. (2015). Does corruption matter for sources of foreign direct investment? *European Bank for Reconstruction and Development*, 1-30.
- Bellos, S., Subasat, T. (2012). Governance and foreign direct investment: a panel gravity model approach. *International Review of Applied Economics*, 303-328.
- Benassy-Quere, A., Fontagne, L., Lahreche-Revil, A. (2001). Exchange-Rate Strategies in the Competition for Attracting Foreign Direct Investment. *Journal of the Japanese and International Economies*, 178-198.
- Bengoa, M., Sanchez-Robles, B. (2003). Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European Journal of Political Economy*, 529–545.
- Bianco, S. D., Nguyen, C. T. (2017). FDI inflows, price and exchange rate volatility: New empirical evidence from Latin America. *International Journal of Financial Studies*, 1-17.
- Blundell, R., Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 115-143
- Boateng, A., Hua, X., Nisar, S., Wu, J. (2015). Examining the determinants of inward FDI: Evidence from Norway. *Economic Modelling*, 118–127.
- Botric, V., Škuflic, L. (2006). Main Determinants of Foreign Direct Investment in the Southeast European Countries. *Transition Studies Review*, 359–377.
- Breusch, T. S., Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 239-253.
- Brouthers, L. E., Brouthers, K. D., Werner, S. (1996). Is Dunning's Eclectic Framework Descriptive or Normative? *Journal of International Business Studies*, 831-844.
- Bruinshoofd, A. (2016). Institutional Quality and Economic Performance. *RaboBank/RaboResearch*, 1-22.
- Brunetti, A., Weder, B. (1998). Investment and Institutional Uncertainty: A Comparative Study of Different Uncertainty Measures. *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, 513-533.
- Buchanan, B. G., Le, Q. V., Rishi, M. (2012). Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 81–89.

- Buckley, P. J., Casson, M. (1976). *The Future of The Multinational Enterprise*. Palgrave Macmillan UK.
- Buckley, P. J., Casson, M. (2009). The Internalisation Theory of the Multinational Enterprise: A Review of the Progress of a Research Agenda after 30 years. *Journal of International Business Studies*, 1563–1580.
- Búrca, S. d., Fletcher, R., Brown, L. (2004). *International Marketing A SME Perspective*. England: Prentice Hall.
- Busse, M. (2003). Democracy and FDI. *Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)*, 1-27.
- Busse, M., Hefeker, C. (2005). Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment. *Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)*, 1-24.
- Byrne, J. P., Fiess, N. (2016). International Capital Flows to Emerging Markets: National and Global Determinants. *Journal of International Money and Finance*, 1-34.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *IMF Staff Papers*, 108-151.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 123–139.
- Carp, L. (2014). Financial Globalization and Capital Flows Volatility Effects on Economic Growth. *Procedia Economics and Finance*, 350 – 356.
- Cavusgil, S. T., Knight, G., Riesenberger, J. R. (2008). *International Business: Strategy, Management, and the New Realities*. New Jersey: Pearson Prentice.
- Çetin, T. (2012). Yeni Kurumsal İktisat. *Sosyoloji Konferansları*, 43-73.
- Chakrabarti, A. (2001). The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions. *KYKLOS*, 89-113.
- Chuhan, P., Claessens, S., Mamingi, N. (1993). Equity and Bond Flows to Asia and Latin America. *International Economics Department The World Bank*, 1-36.
- Chuhan, P., Perez-Quiros, G., Popper, H. (1996). International Capital Flows: Do Short Term Investment and Direct Investment Differ? *Policy Research Working Paper Series 1669, The World Bank*.
- Ciftci, C., Durusu-Ciftci, D. (2021). Economic freedom, foreign direct investment, and economic growth: The role of sub-components of freedom. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 1-22.
- Çiftçi, H. (2015). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım İkliminin Oluşturulmasını Belirleyen Yabancı Sermaye Yatırım İkliminin Oluşturulmasını Belirleyen. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 173-192.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of Firm. *Economica*, 386-405.

- Coase, R. H. (1959). The Federal Communications Commission. *The Journal of Law & Economics*, 1-40.
- Commons, J. R. (1931). Institutional Economics. *The American Economic Review*, 648-657.
- Commons, J. R. (1934). *Institutional Economics*. New York: Macmillan.
- Culem, C. G. (1988). The Locational Determinants of Direct Investments Among Industrialized Countries. *European Economic Review*, 885-904.
- Çulha, A. A. (2006). A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey. *Central Bank Review*, 11-35.
- Demir, Ö. (1996). *Kurumcu İktisat*. Konya: Vadi Yayınları.
- Demirer, R., Omay, T., Yuksel, A., Yuksel, A. (2018). Global risk aversion and emerging market return comovements. *Economics Letters*, 1-9.
- Denisia, V. (2010). Foreign Direct Investment Theories: An Overview of the Main FDI Theories. *European Journal of Interdisciplinary Studies*, 53-59.
- Dhakal, D., Nag, R., Pradhan, G., Upadhyaya, K. P. (2010). Exchange Rate Volatility And Foreign Direct Investment: Evidence From East Asian Countries. *International Business & Economics Research Journal*, 121-128.
- Duasa, J., Kassim, S. H. (2009). Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia. *The Pakistan Development Review*, 109–123.
- Dumludağ, D., Şükrüoğlu, D. (2007). The Impact of Macroeconomic and Institutional Variables of Foreign Direct Investment Flows in Emerging Markets. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 133-166.
- Dunning, J. H. (2001). The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future. *International Journal of the Economics of Business*, 173-190.
- Dutta, N., & Roy, S. (2011). Foreign Direct Investment, Financial Development and Political Risks. *Journal of Developing Areas*, 303-327.
- Dünya Bankası*. (2023). Dünya Kalkınma Göstergeleri: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> adresinden alındı
- Dünya Bankası*. (2023). Dünya Yönetişim Göstergeleri: <https://databank.worldbank.org/source/worldwide-governance-indicators> adresinden alındı
- Economou, F. (2019). Economic freedom and asymmetric crisis effects on FDI inflows: The case of four South European economies. *Research in International Business and Finance*, 114–126.
- Eggertsson, T. (1992). *Economic Behavior and Institutions*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Einzig, P. (1937). *The Theory of Forward Exchange*. London: Macmillan.
- Ercan, M. K., Ban, Ü. (2014). *Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdal, F., Tatoglu, E. (2002). Locational Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market Economy: Evidence From Turkey. *Multinational Business Review*, 21-27.
- Eren, M., Jimenez, A. (2015). Institutional quality similarity, corruption distance and inward FDI in Turkey. *Journal of East European Management Studies*, 88-101.
- Faroh, A., Shen, H. (2015). Impact of Interest Rates on Foreign Direct Investment: Case Study Sierra Leone Economy. *International Journal of Business Management and Economic Research*, 124-132.
- Fazira, D. R., Cahyadin, M. (2018). The Impact of Interest Rate, Corruption Perception Index, and Economic Growth on Foreign Direct Investment in ASEAN-6. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 707–713.
- Feenstra, R. C., Taylor, A. M. (2012). *International Macroeconomics*. New York: Worth Publishers.
- Fernandez-Arias. (1996). The new wave of private capital inflows: Push or pull? *Journal of Development Economics*, 389-418.
- Fong, W.-M., Valente, G., Fung, J. K. (2010). Covered interest arbitrage profits: The role of liquidity and credit risk. *Journal of Banking & Finance*, 1098–1107.
- Forbes, K. J., Warnock, F. E. (2012). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment. *Journal of International Economics*, 235-251.
- Frankel, M. (1955). Anglo-American Productivity Differences: Their Magnitude and Some Causes. *The American Economic Review*, 94-112.
- Gastagana, V. G., Nugent, J. B., Pashamova, B. (1998). Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference do they Make? *World Development*, 1299-1314.
- Gautam, S., Chadha, V., Malik, R. K. (2020). Inter-Linkages Between Real Exchange Rate and Capital Flows in BRICS Economies. *Transnational Corporations Review*, 219-236.
- Ghazalian, P. L., Amponsem, F. (2018). The effects of economic freedom on FDI inflows: an empirical analysis. *Applied Economics*, 1-22.
- Gossel, S. J. (2018). FDI, democracy and corruption in Sub-Saharan Africa. *Journal of Policy Modeling*, 647-662.
- Gumus, G. K., Duru, A., Gungor, B. (2013). The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables. *European Scientific Journal*, 209-226.
- Habib, M., Zurawicki, L. (2002). Corruption and Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*, 291-307.

- Hamilton, W. H. (1919). The Institutional Approach to Economic Theory. *The American Economic Review*, 309-318.
- Haney, L. H. (1949). *History Of Economic Thought : A Critical Account of The Origin and Development of The Economic Theory*. New York: The Macmillan Company.
- Hannan, S. A. (2017). The Drivers of Capital Flows in Emerging Markets Post Global Financial Crisis. *IMF Working Papers*, 1-26.
- Head, K., Mayer, T., Ries, J. (2002). Revisiting Oligopolistic Reaction: Are Decisions on Foreign Direct Investment Strategic Complements? *Journal of Economics & Management Strategy*, 453-472.
- Hernandez, L., Mellado, P., Valdes, R. (2001). Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is The Evidence of Contagion? *IMF Working Paper*, 1-25.
- Holland, D., Pain, N. (1998). The Diffusion Of Innovations In Central And Eastern Europe: A Study Of The Determinants And Impact Of Foreign Direct Investment. *National Institute of Economic and Social Research*, 1-48.
- Hoti, S. (2002). Trends and Volatilities in International Capital Flows for Developing Countries. *International Congress on Environmental Modelling and Software*, 544-549.
- Hymer, S. H. (1960). The International Operations of National Firms, A Study of Direct Foreign Investment. *Doktora Tezi* . Cambridge: Massachusetts Institute of Technology.
- Imtiaz, S., Bashir, M. F. (2017). Economic freedom and foreign direct investment in South Asian countries. *Theoretical and Applied Economics*, 281-294.
- International Monetary Fund (IMF)*. (2012). Balance of Payments Manual: <https://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf> adresinden alındı
- James R. Hines, J. (1995). Forbidden Payment: Foreign Bribery and American Business After 1977. *NBER Working Paper*, 1-40.
- Jensen, N. M. (2003). Democratic Governance and Multinational Corporations: Political Regimes and Inflows of Foreign Direct Investment. *Cambridge University Press on behalf of the International Organization Foundation*, 587-616.
- Kahai, S. K. (2004). Traditional And Non-Traditional Determinants Of Foreign Direct Investment In Developing Countries. *Journal Of Applied Business Research*, 43-50.
- Kapuria-Foreman, V. (2007). Economic Freedom and Foreign Direct Investment in Developing Countries. *The Journal of Developing Areas*, 143-154.
- Kar, M., Tatlısöz, F. (2008). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İİBF Dergisi*, 436 - 458.

- Karahan, Ö., İpek, E. (2013). Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Pozisyonundaki Gelişmeler. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 299-316.
- Karan, M. B. (2018). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karimo, T. M. (2020). Impact of interest rate differential and exchange rate movement on the dynamics of Nigeria's international private capital flows. *CBN Journal of Applied Statistics*, 29-63.
- Kaufmann, D., Kraay, A., Mastruzzi, M. (2010). The Worldwide Governance Indicators Methodology and Analytical Issues. *Policy Research Working Paper*, 1-30.
- Keynes, J. (1923). *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan.
- Kherallah, M., Kirsten, J. F. (2002). The New Institutional Economics: Applications For Agricultural Policy Research In Developing Countries. *Agrekon: Agricultural Economics Research, Policy and Practice in Southern Africa*, 110-133.
- Kindleberger, C. (1969). *American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment*. Yale University Press.
- Kurtaran, A. (2007). Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları ve Belirleyicileri. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 367 - 382.
- Kurul, Z., Yalta, A. Y. (2017). Relationship between Institutional Factors and FDI Flows in Developing Countries: New Evidence from Dynamic Panel Estimation. *Economies*, 1-10.
- Lankes, H.-P., Venables, A. J. (1996). Foreign Direct Investment in Economic Transition: The Changing Pattern of Investments. *Economics of Transition*, 331-347.
- Leff, N. H. (1964). Economic Development Through Bureaucratic Corruption. *American Behavioral Scientist*, 8-14.
- Llewellyn D. Howell, P. (2020). *International Country Risk Guide Methodology*. PRS Group: <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2014/08/icrgmethodology.pdf> adresinden alındı
- Loree, D. W., Guisinger, S. E. (1995). Policy and Non-Policy Determinants of U.S. Equity Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*, 281-299.
- Lu, W., Kasimov, I., Karimov, I., Abdullaev, Y. (2020). Foreign Direct Investment, Natural Resources, Economic Freedom, and Sea-Access: Evidence from the Commonwealth of Independent States. *Sustainability*, 1-18.
- Lucas, R. E. (1990). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *American Economic Association*, 92-96.
- Lui, F. T. (1985). An Equilibrium Queuing Model of Bribery. *Journal of Political Economy*, 760-781.

- Madura, J. (2020). *International Financial Management*. Boston: Cengage.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *American Finance Association*, 77-91.
- Marshall, M. G., Gurr, T. R., Jagers, K. (2019). Polity™ IV Project Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2018 Dataset Users' Manual. *Center for Systemic Peace*, 1-82.
- Masron, T. A., Nor, E. (2013). FDI in ASEAN-8: Does institutional quality matter? *Applied Economics Letters*, 186-189.
- Mathieson, D. J., Lizondo, J. S. (1990). Foreign Direct Investment. *International Monetary Fund*.
- Mercado, R., Park, C.-Y. (2011). What Drives Different Types of Capital Flows and Their Volatilities in Developing Asia? *ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration*, 1-32.
- Miller, T., Kim, A. B., Roberts, J. M. (2018). *Economic Freedom: Policies For Prosperity*. Washington, DC: The Heritage Foundation.
- Mishra, P. K., Das, K. B., Pradhan, B. B. (2010). Foreign Institutional Investments and Real Economic Growth in India: A Causality Test. *International Research Journal of Finance and Economics*, 215-222.
- Mody, A., Taylor, M. P., Kim, J. Y. (2001). Modelling Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets. *International Journal of Finance and Economics*, 201–216.
- Montiel, P., Reinhart, C. M. (2001). The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s. M. M. Stephany Griffith-Jones içinde, *Short-term Capital Movements and Balance of Payments Crises* (s. 3-28). Oxford: Oxford University Press.
- Moosa, I. A. (2002). *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*. New York: Palgrave.
- Muhammed, B., Khan, M. K. (2022). Do Institutional Quality and Natural Resources Affect the Outward Foreign Direct Investment of G7 Countries? *Journal of the Knowledge Economy*, 1-22.
- Musyoka, N., Ocharo, D. K. (2018). Real Interest Rate, Inflation, Exchange Rate, Competitiveness And Foreign Direct Investment in Kenya. *American Journal of Economics*, 1-18.
- Nakagawa, S., Psalida, L. E., Khadarina, O. (2007). The Quality of Domestic Financial Markets and Capital Inflows. *IMF*, 77-109.
- Nayak, D., Choudhury, R. N. (2014). A Selective Review of Foreign Direct Investment Theories. *ARTNeT Working Paper Series, No 143*.
- Neumann, R. M., Penl, R., Tanku, A. (2009). Volatility of capital flows and financial liberalization: Do specific flows respond differently? *International Review of Economics and Finance*, 488–501.

- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- North, D. C. (1991). Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, 97-112.
- North, D. C. (1994). Economic Performance Through Time. *The American Economic Review*, 359-368.
- North, D. C. (1999). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Nunes, L. C., Oscategui, J., Peschiera, J. (2006). Determinants of FDI in Latin America. *Documentos de Trabajo* 252.
- Nunnenkamp, P. (2002). Determinants of FDI in Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of the Game? *Kiel Institute for World Economics*, 1-44.
- Nxumalo, I. S., Makoni, P. L. (2021). Analysis of International Capital Inflows and Institutional Quality in Emerging Markets. *Economies*, 1-16.
- Obstfeld, M. (1994). Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. *The American Economic Review*, 1310-1329.
- Obstfeld, M., Taylor, A. M. (2002). Globalization and Capital Markets. *National Bureau of Economic Research*, 1-67.
- Obwona, M. B. (2001). Determinants of FDI and Their Impact on Economic Growth in Uganda. *African Development Review*, 46-81.
- Onyeiwu, S., Shrestha, H. (2004). Determinants of Foreign Direct Investment in Africa. *Journal of Developing Societies*, 89–106.
- Osinubi, T. S., Amaghionyeodiwe, L. A. (2009). Foreign Direct Investment and Exchange Rate Volatility in Nigeria. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 83-116.
- Owusu-Nantwi, V. (2019). Foreign direct investment and institutional quality: empirical evidence from South America. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 66-78.
- Özcan, B., Arı, A. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 65-88.
- Öztürk, N., Durgut, D. (2011). Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 117-144.
- Pearson, D., Nyonna, D., Kim, K.-J. (2012). The Relationship between Economic Freedom, State Growth and Foreign Direct Investment in US States. *International Journal of Economics and Finance*, 140-146.

- Peres, M., Ameer, W., Xu, H. (2018). The impact of institutional quality on foreign direct investment inflows: evidence for developed and developing countries. *Economic Research-Ekonomika Istraživanja*, 626-644.
- Polity Data Series*. (2023). Wikipedi: https://en.wikipedia.org/wiki/Polity_data_series adresinden alındı
- Polity Project. (2023). *About Polity*. Center for Systemic Peace: <https://www.systemicpeace.org/index.html> adresinden alındı
- Polyxeni, K., Theodore, M. (2020). Institutional quality and FDI inflows: an empirical investigation for Turkey. *Munich Personal RePEc Archive*, 1-29.
- Portes, R., Rey, H. (2005). The Determinants of Cross-Border Equity Flows. *Journal of International Economics*, 269– 296.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S.-J., Kose, M. A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *International Monetary Fund*, 1-86.
- Quazi, R. (2007). Economic Freedom and Foreign Direct Investment in East Asia. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 329-344.
- Quazi, R. M. (2014). Corruption and Foreign Direct Investment in East Asia and South Asia: An Econometric Study. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 231-242.
- Ralhan, M. (2006). Determinants of Capital Flows: A Cross-Country Analysis. *Econometrics Working Paper*, 1-15.
- Ricardo, D. (1817). *On the Principles of Political Economy and Taxation*. London: John Murray.
- Rodríguez-Pose, A., Cols, G. (2017). The determinants of foreign direct investment in sub-Saharan Africa: What role for governance? *Regional Science Policy & Practice*, 63-81.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., Jordan, B. D. (2016). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.
- Rostas, L. (1948). *Comparative Productivity in British and American Industry*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Rugman, A. M. (1980). Internalization as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Re-Appraisal of the Literature. *Review of World Economics*, 365-379.
- Sabir, S., Rafique, A., Abbas, K. (2019). Institutions and FDI: evidence from developed and developing countries. *Financial Innovation*, 1-20.
- Saha, S., Sadekin, M. N., Saha, S. K. (2022). Effects of institutional quality on foreign direct investment inflow in lower-middle income countries. *Heliyon*, 1-13.
- Sahoo, P. (2006). Foreign Direct Investment in South Asia: Policy, Trends, Impact and Determinants. *ADB Institute Discussion Paper No. 56*, 1-76.

- Saini, N., Singhania, M. (2018). Determinants of FDI in developed and developing countries: a quantitative analysis using GMM. *Journal of Economic Studies*, 348-382.
- Savaş, V. F. (2000). *İktisatın Tarihi*. Ankara: Liberal Düşünce Topluluğu Yayınları.
- Schumpeter, J. A. (1950). Wesley Clair Mitchell (1874-1948). *The Quarterly Journal of Economics*, 139-155.
- Sethi, N. (2013). Causal Relationship between Foreign Capital Inflows and Economic Growth: Empirical Evidence from India. *International Journal of Economics, Finance and Management*, 65-69.
- Seyidoğlu, H. (2017). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 425-442.
- Siddiqui, H. A., Aumeboonsuke, V. (2014). Role of Interest Rate in Attracting the FDI: Study on ASEAN 5 Economy . *International Journal of Technical Research and Applications*, 59-70.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: W. Strahan and T. Cadell.
- Stallings, B. (2007). The Globalization of Capital Flows: Who Benefits? *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 202-216.
- Tag, M. N., Degirmen, S., Saltik, O. (2016). Do institutions of economic freedom attract foreign direct investment? Evidence from panel data. *Annual International Conference on Macroeconomic Analysis and International Finance*, 1-11.
- The Heritage Foundation. (2022). *2022 Index of Economic Freedom/About The Index*. Index of Economic Freedom: <https://www.heritage.org/index/about> adresinden alındı
- Transparency International. (2022). *CPI 2022: Highlights and Insights*. Transparency International: <https://www.transparency.org/en/news/cpi-2022-highlights-insights-corruption-conflict> adresinden alındı
- Tsai, P.-L. (1994). Determinants of Foreign Direct Investment and Its Impact on Economic Growth. *Journal of Economic Development*, 137-163.
- Tullock, G. (1996). Corruption Theory and Practice. *western Economic Association International*, 6-13.
- Türk Dil Kurumu Sözlükleri*. (2022). Türk Dil Kurumu: <https://sozluk.gov.tr/> adresinden alındı
- Türk Dil Kurumu Sözlükleri*. (2023). Türk Dil Kurumu: <https://sozluk.gov.tr/> adresinden alındı

- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)*. (2021). Ödemeler Dengesi İstatistikleri Metaveri:
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/odemeler+dengesi+istatistikleri/metaveri>
 adresinden alındı
- Udoh, E., Egwaikhide, F. O. (2008). Exchange Rate Volatility, Inflation Uncertainty and Foreign Direct Investment in Nigeria. *Botswana Journal of Economics*, 14-31.
- Ullah, I., Khan, M. A. (2017). Institutional quality and foreign direct investment inflows: evidence from Asian countries. *Journal of Economic Studies* , 1030-1050.
- Ursavaş, U., Beşkaya, A. (2014). Eski ve Yeni Kurumsal İktisat: Karşılaştırmalı Bir Analiz. *Journal of Business Economics and Political Science*, 1-16.
- Veblen, T. (1899). *The Theory of the Leisure Class*. United States: Macmillan.
- Veblen, T. (1906). The Place of Science in Modern Civilization. *American Journal of Sociology*, 585-609.
- Vernon, R. (1966). International Investment and International Trade in the Product Cycle. *The Quarterly Journal of Economics*, 190-207.
- Vijayakumar, N., Sridharan, P., Rao, K. C. (2010). Determinants of FDI in BRICS Countries: A Panel Analysis. *Int. Journal of Business Science and Applied Management*, 1-13.
- Vita, G. D., Kyaw, K. S. (2008). Determinants of Capital Flows to Developing Countries: A Structural VAR Analysis. *Journal of Economic Studies*, 304 - 322.
- Wei, S.-J. (2000). How Taxing is Corruption on International Investors? *The Review of Economics and Statistics*, 1-11.
- Wheeler, D., Mody, A. (1992). International Investment Location Decisions: The Case of U.S. Firms. *Journal of International Economics*, 57-76.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: New York: Free Press.
- Williamson, O. E. (1979). Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *The Journal of Law & Economics*, 233-261.
- Williamson, O. E. (2005). Transaction Cost Economics. C. Menard, & M. M. (Editör) içinde, *Handbook of New Institutional Economics* (s. 41-65). Netherlands: Springer.
- Yang, B. (2007). Autocracy, Democracy, and FDI Inflows to the Developing Countries. *International Economic Journal*, 419-439.
- Yuan, Y., Chen, Y., Wang, L. (2010). Size of government and FDI: an empirical analysis based on the panel data of 81 countries. *Journal of Technology Management in China*, 176-184.



EKLER

EK Tablo 1: Statik Sabit Etkiler Modeli Tahmin Sonuçları

	En Çok DYY Çeken Ülkeler		En Az DYY Çeken Ülkeler	
	Kriz Öncesi Dönem	Kriz Sonrası Dönem	Kriz Öncesi Dönem	Kriz Sonrası Dönem
<i>Sabit Terim</i>	0.227 (1.898)	18.288** (7.529)	-14.190*** (2.629)	-4.478 (3.073)
<i>lnGDP</i>	0.237 (0.160)	-1.008* (0.570)	1.519*** (0.288)	0.473 (0.330)
<i>lnTO</i>	0.117 (0.273)	-1.161 (0.809)	0.619*** (0.251)	0.414*** (0.136)
<i>lnFD</i>	1.983*** (0.369)	2.976** (1.388)	-0.186 (0.228)	-0.100 (0.189)
<i>lnIQ</i>	-0.085* (0.046)	0.141 (0.100)	0.075* (0.043)	-0.012 (0.044)
<i>D2003</i>	-0.288*** (0.091)	-	-	-
<i>D2018</i>	-	-0.843** (0.386)	-	-
F_{μ_i}	10.280*** [0.000]	4.009*** [0.000]	7.459*** [0.000]	7.756*** [0.000]
<i>LM</i>	767.151*** [0.000]	948.030*** [0.000]	1861.754*** [0.000]	2183.858*** [0.000]
<i>Scaled LM</i>	11.261*** [0.000]	17.393*** [0.000]	12.864*** [0.000]	19.372*** [0.000]
LM_p	14.087*** [0.000]	18.819*** [0.000]	69.571*** [0.000]	0.112 [0.736]
LM_{h_fixed}	321.553*** [0.000]	731.527*** [0.000]	1036.884*** [0.000]	836.980 [0.000]
<i>Hausman</i>	16.955*** [0.004]	16.225*** [0.002]	33.197*** [0.000]	12.304** [0.015]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; Panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) (Beck ve Katz, 1995) kullanılarak elde edilmiş sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. F_{μ_i} , bireysel sabit etkilerin F testidir. Hausman, bireysel rassal etkiler ve bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

**EK Tablo 2: En Çok DYY Çeken Ülkeler İçin Statik Sabit Etkiler Model Sonuçları
(Kriz Öncesi Dönem)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sabit</i>	-2.987	1.307	-2.915	0.910	-0.698	1.168
<i>Terim</i>	(2.573)	(2.790)	(2.187)	(0.360)	(3.141)	(2.297)
<i>lnGDP</i>	0.210	0.241	0.300*	0.242	0.234	0.242
	(0.161)	(0.161)	(0.158)	(0.162)	(0.161)	(0.160)
<i>lnTO</i>	0.181	0.094	0.178	0.087	0.092	0.086
	(0.277)	(0.275)	(0.273)	(0.274)	(0.275)	(0.273)
<i>lnFD</i>	1.923***	1.960***	1.876***	1.996***	1.978***	1.927***
	(0.365)	(0.368)	(0.363)	(0.376)	(0.368)	(0.371)
<i>lnCOR</i>	0.749**	-	-	-	-	-
	(0.412)					
<i>lnGOV</i>	-	-0.238	-	-	-	-
		(0.528)				
<i>lnPOL</i>	-	-	0.565***	-	-	-
			(0.212)			
<i>lnREG</i>	-	-	-	-0.138	-	-
				(0.430)		
<i>lnROL</i>	-	-	-	-	0.249	-
					(0.592)	
<i>lnVOI</i>	-	-	-	-	-	-0.215
						(0.310)
<i>D2003</i>	-0.312***	-0.300***	-0.242**	-0.303***	-0.301***	-0.299***
	(0.091)	(0.091)	(0.100)	(0.091)	(0.091)	(0.092)
<i>F_{μ_i}</i>	7.666***	7.558***	8.541***	7.566***	9.712***	9.479***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM</i>	765.003***	810.787***	713.399***	800.863***	799.332***	797.250***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>Scaled LM</i>	9.824***	11.376***	8.177***	11.040***	10.988***	10.918***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM_p</i>	14.945***	19.147***	14.677***	16.001***	15.827***	16.131***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM_{h_{fixed}}</i>	309.840***	284.255***	320.681***	312.410***	310.606***	313.049***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>Hausman</i>	26.607***	34.426***	26.828***	31.183***	18.062***	19.555***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.001]	[0.000]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; Panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) (Beck ve Katz, 1995) kullanılarak elde edilmiş sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. F_{μ_i} , bireysel sabit etkilerin F testidir. Hausman, bireysel rassal etkiler ve bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

**EK Tablo 3: En Çok DYY Çeken Ülkeler İçin Statik Sabit Etkiler Model Sonuçları
(Kriz Sonrası Dönem)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sabit</i>	18.963**	17.214*	16.602**	16.678*	12.963	23.313***
<i>Terim</i>	(8.260)	(9.559)	(7.581)	(9.863)	(9.285)	(8.788)
<i>lnGDP</i>	-0.942*	-0.975*	-1.069*	-0.966*	-1.046*	-0.975*
	(0.572)	(0.570)	(0.571)	(0.572)	(0.573)	(0.566)
<i>lnTO</i>	-1.443*	-1.339	-1.335*	-1.357*	-1.121	-1.695**
	(0.851)	(0.836)	(0.798)	(0.813)	(0.831)	(0.839)
<i>lnFD</i>	2.988**	2.973**	3.009**	2.885**	2.919**	2.857**
	(1.389)	(1.393)	(1.386)	(1.442)	(1.391)	(1.386)
<i>lnCOR</i>	-0.025	-	-	-	-	-
	(0.695)					
<i>lnGOV</i>	-	0.350	-	-	-	-
		(1.250)				
<i>lnPOL</i>	-	-	0.791*	-	-	-
			(0.477)			
<i>lnREG</i>	-	-	-	0.464	-	-
				(1.440)		
<i>lnROL</i>	-	-	-	-	1.293	-
					(1.233)	
<i>lnVOI</i>	-	-	-	-	-	-0.754
						(0.824)
<i>D2018</i>	-0.880**	-0.880**	-0.864**	-0.876**	-0.866**	-0.866**
	(0.385)	(0.385)	(0.384)	(0.385)	(0.387)	(0.385)
F_{μ_i}	4.096***	4.047***	4.171***	4.024***	4.076	4.247***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM</i>	976.219***	975.352***	943.657***	974.173***	982.059***	973.692***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>Scaled LM</i>	18.349***	18.320***	17.245***	18.280***	18.547***	18.263***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
LM_p	18.835***	18.982***	17.716***	19.057***	19.047***	17.812***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
LM_{h_fixed}	741.736***	741.227***	735.102***	747.021***	735.615***	734.457***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>Hausman</i>	16.681***	15.547***	20.212***	14.406***	17.453***	18.838***
	[0.002]	[0.003]	[0.000]	[0.006]	[0.001]	[0.000]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; Panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) (Beck ve Katz, 1995) kullanılarak elde edilmiş sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. F_{μ_i} , bireysel sabit etkilerin F testidir. Hausman, bireysel rassal etkiler ve bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

**EK Tablo 4: En Az DYY Çeken Ülkeler İçin Statik Sabit Etkiler Model Sonuçları
(Kriz Öncesi Dönem)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sabit</i>	-14.108***	-13.466***	-13.492***	-15.055***	-15.104***	-15.928***
<i>Terim</i>	(2.695)	(2.756)	(2.751)	(0.000)	(0.000)	(2.805)
<i>lnGDP</i>	1.518***	1.508***	1.504***	1.473***	1.485***	1.663***
	(0.290)	(0.290)	(0.291)	(0.290)	(0.289)	(0.298)
<i>lnTO</i>	0.574**	0.587**	0.556**	0.525**	0.523**	0.461*
	(0.251)	(0.252)	(0.251)	(0.251)	(0.251)	(0.256)
<i>lnFD</i>	-0.197	-0.198	-0.180	-0.168	-0.179	-0.160
	(0.230)	(0.229)	(0.230)	(0.229)	(0.228)	(0.229)
<i>lnCOR</i>	0.027	-	-	-	-	-
	(0.117)					
<i>lnGOV</i>	-	-0.134	-	-	-	-
		(0.194)				
<i>lnPOL</i>	-	-	-0.079	-	-	-
			(0.114)			
<i>lnREG</i>	-	-	-	0.449**	-	-
				(0.207)		
<i>lnROL</i>	-	-	-	-	0.447**	-
					(0.193)	
<i>lnVOI</i>	-	-	-	-	-	0.335**
						(0.158)
F_{μ_i}	7.361***	7.399***	7.426***	7.528***	7.697***	7.578***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM</i>	1879.877***	1882.840***	1865.013***	1896.700***	1903.617***	1926.623***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>Scaled LM</i>	10.957***	11.017***	10.657***	11.298***	11.437***	11.902***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM_p</i>	72.339***	72.605***	72.675***	70.411***	69.047***	69.973***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM_{h_fixed}</i>	1051.945***	1041.201***	1061.758***	1066.290***	1021.031***	1011.047***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; Panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) (Beck ve Katz, 1995) kullanılarak elde edilmiş sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. F_{μ_i} , bireysel sabit etkilerin F testidir. Hausman, bireysel rassal etkiler ve bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.

**EK Tablo 5: En Az DYY Çeken Ülkeler İçin Statik Sabit Etkiler Model Sonuçları
(Kriz Sonrası Dönem)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sabit</i>	-4.358	-4.525	-5.419*	-4.485	-4.089	-4.372
<i>Terim</i>	(0.000)	(3.053)	(3.073)	(3.131)	(3.123)	(3.191)
<i>lnGDP</i>	0.473	0.559	0.414	0.460	0.488	0.462
	(0.331)	(0.340)	(0.327)	(0.328)	(0.333)	(0.328)
<i>lnTO</i>	0.414***	0.416***	0.516***	0.414***	0.403***	0.417***
	(0.137)	(0.135)	(0.142)	(0.137)	(0.138)	(0.135)
<i>lnFD</i>	-0.010	-0.108	-0.124	-0.101	-0.095	-0.100
	(0.188)	(0.188)	(0.189)	(0.189)	(0.189)	(0.188)
<i>lnCOR</i>	-0.033	-	-	-	-	-
	(0.154)					
<i>lnGOV</i>	-	-0.191	-	-	-	-
		(0.194)				
<i>lnPOL</i>	-	-	0.284**	-	-	-
			(0.126)			
<i>lnREG</i>	-	-	-	0.032	-	-
				(0.142)		
<i>lnROL</i>	-	-	-	-	-0.125	-
					(0.280)	
<i>lnVOI</i>	-	-	-	-	-	-0.005
						(0.193)
F_{μ_i}	7.724***	7.819***	7.258***	7.646***	7.767***	7.757***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM</i>	2183.100**	2201.130**	2157.053**	2185.581**	2163.046**	2180.320**
	*	*	*	*	*	*
<i>Scaled LM</i>	19.356***	17.798***	16.907***	17.483***	17.028***	17.377***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>LM_p</i>	0.118	0.116	0.227	0.122	0.127	0.118
	[0.730]	[0.738]	[0.634]	[0.726]	[0.722]	[0.730]
<i>LM_{h_fixed}</i>	526.374***	516.867***	828.847***	837.596***	835.879***	838.047***
	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>Hausma</i>	8.389*	8.988*	8.000*	9.515**	8.280*	8.024*
<i>n</i>	[0.070]	[0.061]	[0.090]	[0.049]	[0.081]	[0.090]

Notlar: Parantez içindeki sayılar; Panel düzeltilmiş standart hataları (PCSE) (Beck ve Katz, 1995) kullanılarak elde edilmiş sağlam standart hatalardır. ***, ** ve * sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. F_{μ_i} , bireysel sabit etkilerin F testidir. Hausman, bireysel rassal etkiler ve bağımsız değişkenler arasındaki sıfır korelasyon testidir.

Kaynak: Tablo tarafımızca oluşturulmuştur.