

**FİNANSAL GELİŞMİŞLİĞİN VE FİNANSAL İSTİKRARIN
YABANCI SERMAYE ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Vehbi AKBULUT
YÜKSEK LİSANS TEZİ
İktisat Anabilim

Batman Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

FİNANSAL GELİŞMİŞLİĞİN VE FİNANSAL İSTİKRARIN YABANCI
SERMAYE ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

HAZIRLAYAN
Vehbi AKBULUT

DANIŞMAN
Dr. Öğr. Üyesi Gökhan KARHAN

Batman
Ocak 2019



**T.C.
BATMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

TEZ KABUL VE ONAYI

Dr. Öğr. Üyesi Gökhan KARHAN danışmanlığında Vehbi AKBULUT tarafından hazırlanan "Finansal Gelişmişliğin ve Finansal İstikrarın Yabancı Sermaye Üzerindeki Etkisi" adlı tez çalışması 22/02/2019 tarihinde aşağıdaki jüri üyeleri tarafından oy birliği ile Batman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri

İmza

Başkan : Prof.Dr Nihat AYDENİZ

İmza:

Jüri Üyesi : Dr.Öğr.Üyesi Mütcahit ÇAYIN

İmza:

Jüri Üyesi : Dr.Öğr.Üyesi Gökhan KARHAN

İmza:

Yukarıdaki sonucu onaylıyorum.

Doç. Dr. Ferhat KORKMAZ
Enstitü Müdürü

TEZ BİLDİRİMİ

Bu tezdeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edildiğini ve tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.

DECLARATION PAGE

I hereby declare that all information in this document has been obtained and presented in accordance with academic rules and ethical conduct. I also declare that, as required by these rules and conduct, I have fully cited and referenced all material and results that are not original to this work.

06/02/2019

Vehbi AKBULUT

“FİNANSAL GELİŞMİŞLİĞİN VE FİNANSAL İSTİKRARIN YABANCI SERMAYE ÜZERİNDEKİ ETKİSİ” adlı Yüksek Lisans tezi, Batman Üniversitesi Lisansüstü Tez Önerisi ve Tez Yazma Yönergesi ’ne uygun olarak hazırlanmıştır.

Tezi Hazırlayan

Vehbi AKBULUT

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Gökhan KARHAN

ÖNSÖZ ve TEŞEKKÜR

Bu tez çalışmasında Türkiye örnekleminde finansal gelişme ve finansal istikrarın doğrudan yabancı yatırımlarına etkisi incelenmiştir. Başta her fırsatta gerek ilgili kaynaklar, gerekse araştırma yöntemleri ve metodolojisi hakkında önemli bilgi ve tecrübelerinden istifadeyle bu tezin yazımında alt yapı kazanmamda büyük payı olan çok değerli tez danışmanım sayın Dr. Öğr. Üyesi Gökhan KARHAN hocama ve araştırma boyunca desteklerini benden esirgemeyen aileme saygıyla teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ ve TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR	x
TABLO LİSTESİ	xi
GRAFİK LİSTESİ.....	xii
ÖZET.....	xiii
ABSTRACT	xv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	3
YABANCI SERMAYE.....	3
1.1. Yabancı Sermayenin Tanımı.....	4
1.2. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ülkeye Giriş Sebepleri	4
1.3. Yabancı Sermaye Türleri	6
1.3.1. Portföy Yatırımları	6
1.3.2. Doğrudan Yabancı Sermaye	8
1.4. Yabancı Yatırım Türleri Arasındaki Farklılıklar	13
1.5. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomi Üzerindeki Olumlu Etkileri	14
1.6. Yabancı Sermayenin Ekonomi Üzerindeki Olumsuz Etkileri	17
1.7. Yabancı Sermayenin Ülkeye Girişte Kullandığı Yöntemler	19

1.8. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrası Gelişimi.....	24
1.9. Bölüm Değerlendirmesi	28
İKİNCİ BÖLÜM	29
FİNANSAL PİYASALAR.....	29
2.1. Finansal Sistemin Sunmuş Olduğu Hizmetler.....	29
2.2. Finansal Sistemin Fonksiyonları.....	30
2.3. Finansal Sistemin Gelişmesi ve Koşulları	32
2.4. Finansal İstikrar Kavramı.....	35
2.5. Bölüm Değerlendirmesi	36
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	38
LİTERATÜR TARAMASI.....	38
3.1. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomi Üzerindeki Etkilerini İnceleyen Literatür.....	38
3.2. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri Üzerine Yapılan Çalışmalar	40
3.3. Risk Faktörünün Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkilerini İnceleyen Çalışmalar	43
3.4. Bölüm Değerlendirmesi	44
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	45
AMPİRİK ANALİZ	45
4.1. Model ve Veriler.....	45
4.2. Ekonometrik Metodoloji.....	46
4.2.1. Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi... 47	
4.2.2. Frekans Dağılımı (Frequency Domain) Nedensellik Testi	48
4.2.3. Balçılar et al. (2010) Tarafından Geliştirilen Bootstrap Yöntemine Dayalı Kayan Pencere (Rolling Window) Nedensellik ve Parametre Tahmin Yöntemleri.....	50
4.3. Ampirik Bulgular	51
4.4. Bölüm Değerlendirmesi	59
SONUÇ	61
KAYNAKÇA.....	65

KISALTMALAR

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ADF: Augmented Dickey Fuller

DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

LR: Likelihood Ratio

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

VAR: Vektör Otoregresif Model

TABLO LİSTESİ

Tablo 4.1. Değişkenler Arasında Korelasyonlar

Tablo 4.2. Değişkenlere ait Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 4.3. ADF (1981) Birim Kök Testi Sonuçları

Tablo 4.4. Breitung ve Candelon (2006) Frekans Alanında Nedensellik Test Sonuçları

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 4.1. Finansal Gelişmeden Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına Doğru Balcılar Vd. (2010) Kayan Pencere Nedensellik Test Sonuçları

Grafik 4.2. Finansal İstikrardan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına Doğru Balcılar Vd. (2010) Kayan Pencere Nedensellik Test Sonuçları

Grafik 4.3. Finansal Gelişmeden Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına Doğru Balcılar Vd. (2010) Kayan Pencere Regresyon Test Sonuçları

Grafik 4.4. Finansal İstikrardan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına Doğru Balcılar Vd. (2010) Kayan Pencere Regresyon Test Sonuçları

ÖZET**YÜKSEK LİSANS TEZİ
FİNANSAL GELİŞMİŞLİĞİN VE FİNANSAL İSTİKRARIN YABANCI
SERMAYE ÜZERİNDEKİ ETKİSİ****Vehbi AKBULUT****Batman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı****Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Gökhan KARHAN****2019****Jüri****Prof. Dr. Nihat AYDENİZ
Dr. Öğr. Üyesi Mücahit ÇAYIN
Dr. Öğr. Üyesi Gökhan KARHAN**

Yabancı sermaye gelişmekte olan ülkeler için kalkınma konusundaki en büyük desteklerinden bir tanesidir. Zira büyüme yolunda kıt faktörlerin başında sermaye gelmektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde tasarruf yetersizliği ve mevcut sermaye stokunun yeterli olmaması nedeni ile ekonomiler dışarıdan gelen sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar.

Yabancı sermaye iki şekilde bir ekonomiye giriş yapmaktadır. Bunlardan bir tanesi doğrudan yabancı sermaye yatırımları iken diğeri ise portföy yatırımları olarak adlandırılan sıcak paradır. Her iki sermaye tipinin ekonomiye katkıları bulunmakla beraber iktisat teorisinde doğrudan yabancı yatırımlarının kalkınmanın finansmanında daha verimli olduğu vurgulanmaktadır.

Bir ekonomiye sermaye girişlerini belirleyen bir takım faktörler bulunmaktadır. Zira sermaye ülkeden ülkeye hareket ederken kar maksimizasyonunu amaçlar ve bu karı belirleyen dış etkenler bulunmaktadır. Nitekim ekonomi yöneticileri yabancı sermayenin ülkelere girişini özendirmek için politikalar uygulamaktadır.

Bu çalışmada yabancı sermaye tiplerinin her ikisini de dikkate almak suretiyle finansal gelişmişliğin ve son dönemde popüler bir faktör haline gelen finansal istikrarın doğrudan yabancı sermaye girişleri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu amaçla zaman serisi ekonometrisi kullanılmakta olup sonuçlar politika yapıcıları açısından yol gösterici olacaktır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Finansal İstikrar, Ekonomik Büyüme, Doğrudan Yabancı Yatırımlar.

ABSTRACT

MASTER THESIS
THE EFFECT OF FINANCIAL DEVELOPMENT AND FINANCIAL STABILITY
ON FOREIGN INVESTMENTS

Vehbi AKBULUT

Batman University Institute of Social Sciences
Department of Economics

Advisor: Dr. Gökhan KARHAN

2019

Jury

Prof. Dr. Nihat AYDENİZ
Dr. Mücahit ÇAYIN
Dr. Gökhan KARHAN

Foreign capital is one of the greatest support for development in developing countries. Capital is one of the most important factors in growth. Because of insufficient savings in developing countries' economies and lack of available capital stock, economies need external capital.

Foreign capital enters into an economy in two ways. One of them is foreign direct investment, while the other is hot money called portfolio investments. Although both types of capital contribute to the economy, it is emphasized in the economic theory that foreign direct investments are more efficient in financing development.

There are a number of factors that determine the capital inflows to an economy. As capital moves from country to country, it aims at profit maximization and there are external factors that determine this profit. As a matter of fact, economic managers implement policies to encourage foreign capital to enter their countries.

In this study, the effect of financial development and the financial stability that has become a popular factor recently on foreign capital inflows are examined by

taking into account both types of foreign capital. For this purpose, time series econometrics is used and the results will be guiding the policy makers.

Keywords: Financial Development, Financial Stability, Economic Growth, Foreign Direct Investments.

GİRİŞ

Sermaye, üretim faktörü girdilerinden bir tanesi olup ve gelişmişlik farklarının açıklanmasında kullanılan en önemli girdi faktörlerinin başında gelmektedir. Sermayenin kıtlığı ve emeğin bolluğu, gelişmekte olan ülkelerin temel özelliklerinden bir tanesidir. Bu ekonomilerde kalkınma için gerekli kaynakları yurt içinde yapılan tasarruflar ile karşılamak mümkün olmamaktadır. Bu açığı ise yabancı sermaye ile telafi etmeye çalışmaktadırlar.

Yabancı sermayenin bir giriş tipi portföy yatırımlarıdır. IMF (2009) portföy yatırımını doğrudan yatırımlar ile rezerv varlıklar dışında borç senetlerini ve pay senetlerini içeren menkul kıymetleri içeren sınır ötesi işlem ve pozisyon şeklinde tanımlamaktadır. Bu bağlamda bir yatırımın portföy yatırımı şeklinde tanımlanabilmesi için borç ya da pay senedi türlerindeki bir menkul kıymeti ihtiva etmesi gerekmektedir.

Bir diğer giriş tipi ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Doğrudan sermaye yatırımları gittiği bölgede yeni bir firma kurulması, hâlihazırda bulunan yabancı firmaya ekstra yatırım uygulaması veya bulunduğu bölgedeki şirketlerin satın alınması amacıyla uluslararası meydana gelen ve sermaye akımını tanımlamak için kullanılan bir terimdir. Doğrudan sermaye yatırımları yeni bir firma kurma, şube açma, yeni bir tesisi kurma, mevcut bir tesisi satın alma, bir firmayla birleşme, firmayı tamamen veya kısmen satın alma veya ortak girişimlere dahil olmak şeklinde olabilir.

İktisat literatüründe bu iki yabancı sermayenin bir ekonomiyi neden seçeceğine dair oldukça fazla sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar, bir ekonomiye daha fazla nasıl yabancı sermaye çekilebilir sorusunun yanıtı aranmaktadır. İlgili çalışmalar çok farklı sosyo – ekonomik faktörü ele almaktadır. Bu faktörler arasında ekonomik büyüklük, enflasyon, faktör verimliliği gibi makroekonomik değişkenler olduğu gibi, beşeri sermaye gelişmişliği, politik istikrar, terör faaliyetleri gibi sosyolojik faktörler de bulunmaktadır. Az sayıdaki çalışmada ise finansal sisteme ait değişkenler de modele dahil edilmektedir. Fakat mevcut çalışmalar daha çok

doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerine odaklanmış, portföy yatırımları üzerine az sayıda çalışma yapılmıştır.

Bu çalışmada ise yabancı sermaye türlerinin her ikisini de ele almak suretiyle finansal gelişmişliğin ve finansal istikrar faktörlerinin doğrudan yabancı sermaye girişleri üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır.

Çalışmanın ilk bölümünde yabancı sermaye kavramı ele alınmaktadır. Bu bağlamda, giriş türleri ayrıntılı olarak ele alınmakta, giriş sebepleri, girişin muhtemel etkileri, olumlu ve olumsuz sonuçları ayrıntılı olarak irdelenmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde finansal sistem tanıtılmaktadır. Finansal sistemin gelişmişliği ve finansal istikrar kavramları da tanıtılmakta, sonraki bölümde ise konu ile ilgili literatür özetlenmektedir.

Çalışmanın son bölümünde ise ampirik uygulamaya yer verilmektedir. Bu amaçla öncelikle model kurulmakta, kullanılan değişkenlere ait hesaplamalar ve veriler sunulmakta, kaynaklarına yer verilmektedir. Bu bölümde ayrıca kullanılan nedensellik ve regresyon metotları anlatılmaktadır. Bölümün sonunda ise uygulama sonuçları sunulmakta ve sonuçlar iktisat teorisinde ışığında yorumlanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

YABANCI SERMAYE

Sermaye, üretim girdilerinden bir tanesidir ve gelişmişlik farklarının açıklanmasında kullanılan girdilerin başında gelmektedir. Sermayenin kıt olması ve emeğin bolluğu, gelişmekte olan ülkelerin temel özelliklerinden bir tanesidir. Bu ekonomilerde kalkınma için gerekli sermaye kaynakları yurt içinde yapılan tasarruflar ile karşılamak mümkün olmamaktadır. Bu sermaye açığını ise yabancı sermaye ile telafi etmeye çalışmaktadırlar. Bu açıklamalar ışığında, bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek kaydıyla dış kaynaklardan elde edeceği ve ekonomik gücüne ekleyebileceği mali ya da teknolojik kaynaklara yabancı sermaye adı verilmektedir (Uras, 1979).

1980’li yıllarda başlayan dışa açılma geleneği gerek komünist gerekse ithal ikameci politika izleyen liberal ekonomilerin küresel ekonomiye adapte olmasında neden olmuştur. Adaptasyon süreci her ülke ekonomisi için farklı olsa da 1980’lerde başlamış, 1990’lı yıllarda krizlerle geçen sancılı bir olgunlaşma dönemine girmiş, 2000’li yıllara gelindiğinde ise daha olgun bir yapıya bürünmüştür. Dahası, küreselleşme sadece reel sektörde olmamış, aynı zamanda sermaye piyasalarında da küresel ekonomiye entegrasyon süreci yaşanmıştır. Küreselleşmenin farklı sektörlerde gelişmesi sermaye akımlarının da bir ülkeye farklı kanallardan giriş yapmasına da olanak tanımıştır. Uzun vadeli yatırımlar doğrudan yabancı sermaye yatırımı olarak, kısa vadeli yatırımlar ise portföy yatırımları olarak ülkeye giriş yapmıştır. Bu bağlamda ilki reel sektöre yönelirken, ikincisi finansal sisteme yönelmiştir (Şahin, 2018).

Bu bölümde yabancı sermaye tanımlanacak, türleri ve her bir türün giriş sebepleri hakkında bilgi verilecektir. Ayrıca yabancı sermayenin ülke ekonomisi üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri kısaca özetlenecektir. Bölümün sonunda Türkiye ekonomisinde yabancı sermayenin türler bazında hareketleri tarihsel perspektifte incelenecektir.

1.1. Yabancı Sermayenin Tanımı

Yabancı sermaye girişi bağış, borçlanma veya doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşebilir. Burada bağışın politik sonuçları ve dış borçların ekonomik sonuçları gibi faktörler bunları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına göre daha az çekici yapmaktadır (YASED, 1988: 3).

Yabancı sermaye yatırımları ise iki şekilde ülkeye girmektedir. Bunlardan bir tanesi, portföy yatırımları, diğeri ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. İlki bir ekonominin finansal sistemine dahil olmakta iken ikincisi daha çok reel sektöre yönelik bir yatırım türüdür.

Ekonomiye etkilerinin anlaşılması, finansal sistemdeki değişimin yabancı sermaye üzerindeki etkilerinin net bir şekilde anlaşılabilmesi için bu sermaye tiplerinin irdelenmesi, her sermaye tipinin neden ülke içerisine girdiğinin detaylı bir şekilde incelenmesi gerekmektedir.

1.2. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ülkeye Giriş Sebepleri

Yabancı sermaye bir ülkeye farklı nedenlerle girebilir. Bu nedenler arasında iktisadi, mali ve siyasal sebepleri saymak mümkündür. Karluk (1983) göre yabancı sermayenin bir ülkeye girişindeki asıl neden yatırımcının çıkarlarıdır. Bu nedenle sermayenin getiri farkı, ülkeler arasında sermaye girişlerinin tercih edilmesinde önemli bir etken olabilmektedir. Böylelikle gelişmiş ülkelerde sermayenin getirisindeki düşüş getirinin nispeten yüksek olduğu ülkelere doğru hareket etmesine neden olabilmektedir.

Karluk (1983) sermaye girişlerinin nedenlerini ekonomik, politik, sosyo – kültürel, psikolojik ve hukuki olmak üzere beş başlık altında toplamaktadır.

Burada ekonomik nedenlerden bahsederken özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımların üzerinde daha çok durulması gerekmektedir. Çünkü

Sermayenin getirisinin düştüğü, işçilik maliyetlerinin yükseldiği gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar gidilen ülkenin nüfus yapısı, enerji kaynakları, uygulanan ekonomi politikalarının yabancı sermayeye uygunluğu, ulaşım imkânları, işgücünün niteliği gibi etkenleri göz önünde bulundurarak kar/faiz getirisinin en yüksek olduğu ülkeyi tercih edebilmektedir. Bu bağlamda yorulmaz (2006) yabancı sermayenin ülkeye girişindeki ekonomik nedenleri şu şekilde özetlemektedir:

- Yüksek kar beklentisi,
- Yeni pazar bulma isteği,
- Üretimdeki verim artışı isteği,
- Dış ticaret işlemlerinde gümrük işlemlerinden kurtulma isteği,
- Hammadde ihtiyacını daha az maliyetle temin etme isteği,
- Piyasa hacmini genişletme isteği,
- Teknolojik difüzyon yapma isteği.

Politika yapıcılarının, uygulamış oldukları politikalar sermaye giriş ve çıkışları üzerinde etkili bir faktördür. Yabancı yatırımcı için ekonomik istikrar gibi politik istikrar da yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Politik istikrarın varlığında yatırımların risk primi de azalmaktadır. Politik istikrarın varlığında yabancı sermaye için uygun yatırım şartları oluşmaktadır. Böyle bir durumda oluşturulan emniyetli ve huzurlu ortam, yatırımlar için fırsat sağlanmış olmaktadır.

Özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımları istikrarlı bir ekonomik ortamda oluşacağından istikrarın politika yapıcıları tarafından sağlanması önemli olmaktadır. Dahası politika yapıcılarının yabancı sermayeye bakış açıları önemli olabilmektedir. Nitekim şayet politika yapıcıları söz konusu yatırımlara sıcak bakmayıp, işlemleri bürokratik engellemeler gibi faktörler ile engelliyorsa yatırımcılar ülke ekonomisine yapacağı yatırımlar konusunda istekli davranmayacaktır (Yorulmaz, 2006: 8).

Yabancı sermaye girmiş olduğu ülkenin ekonomisini etkilerken, bunun yanında ülkenin eğitim seviyesini, kültürel yapısını da etkilediği düşünülmektedir. Bununla birlikte yabancı sermaye giriş yapacağı ülkenin mevcut sosyo – kültürel yapısından

da etkilenmektedir. Ülkenin genelindeki yabancı sermayeye bakış açısı yatırım kararları üzerinde etkili olmaktadır. Psikolojik nedenleri de benzer şekilde açıklamak mümkündür. Halkın yabancı sermayeye bakış açısı, halk arasında yabancı sermayeye karşı yapılan kampanyalar sermayenin ülkeye girişini etkilemektedir. Son olarak hukuki düzenlemelerin sermaye girişleri üzerindeki etkilerinden bahsetmek gerekmektedir. Yasal düzenlemeler kapsamında vergi düzenlemeler, anti – tröst yasaları gibi düzenlemelerin varlığı yabancı yatırımları olumlu yönde etkileyecektir. Hukuki düzenlemeler olmadan yabancı sermaye karını garanti edemeyeceğinden yatırım yapmakta istekli olmayacaktır. Politika yapıcılarının, yabancı yatırımcıların haklarını korumaya yönelik yapacağı düzenlemeler, bu bağlamda yatırımlar konusunda olumlu etkide bulunacaktır (Yorulmaz, 2006).

1.3. Yabancı Sermaye Türleri

1.3.1. Portföy Yatırımları

IMF (2009) portföy yatırımını doğrudan yatırımlar ile rezerv varlıklar dışında borç senetlerini ve pay senetlerini içeren menkul kıymetleri içeren sınır ötesi işlem ve pozisyon şeklinde tanımlamaktadır. Bu bağlamda bir yatırımın portföy yatırımı şeklinde tanımlanabilmesi için borç ya da pay senedi türlerindeki bir menkul kıymeti ihtiva etmesi gerekmektedir. Portföy yatırımları kapsamında değerlendirilebilecek bir diğer araç ise katılım paylarıdır.

Portföy yatırımlarında kullanılan araçların en temel niteliği devredilebilir araçlar olmalarıdır. Böylece menkul kıymet ömrü boyunca çok sayıda elden geçmektedir. Bu sayede bir menkul kıymeti çok sayıda ekonomik birim geçici olarak sahiplenmektedir. Bu özelliği sayesinde yatırımcı portföyünü çeşitlendirebilmekte, diledikleri zaman yatırımlarını nakde çevirebilmektedir (IMF, 2009: 110).

Portföy yatırımlarına konu olan menkul kıymetleri iki ana başlıkta incelemek mümkündür. Bunlar borç senetleri ile pay senetleri ve yatırım fonu katılma paylarıdır. Borç senetleri, bir borcun varlığını gösteren ve devredilebilen finansal araçlardır. Öte yandan krediler, mevduatlar, ticari krediler ve benzer finansal araçlar

borç senetlerinden farklı olarak devredilebilme özelliğine sahip değildirler. Finansal türevler ise devredilebilseler de menkul kıymet özelliği taşımamaktadır. Vadesi genel olarak bir yıl ve daha kısa olan, hazine bonusu, finansman bonusu, ticari ya da banka bonoları, borç senetleri çerçevesinde değerlendirilmektedir. Organize veya diğer bir ifadeyle müzayede piyasaları aracılığı ile ihraç edilen bu menkul kıymetler iskontolu çıkarılır ve genellikle sahibine belli bir vadede belli bir getiri kazandırır (Akışoğlu, 2013: 7).

Diğer bir borç senedi tipi ise bir yıl ve daha uzun vadeli olanlardır. Bunlar tahvil ve benzeri borç senetleridir. Bu tip menkul kıymetler sahiplerine garanti bir sabit getiri hakkını tanımaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetler ile teminatlı borç yükümlülükleri de tahvil ve bono kapsamında değerlendirilmektedir.

İslami kural ve kaidelere uygun olarak çıkarılmış finansal araçlar da bu kapsamda ele alınmaktadır. Ancak bu menkul kıymetlerde önceden garanti edilmiş bir faiz kazancı bulunmayıp izin verilen alanlarda risk ve kar paylaşımı mevcut olmaktadır. Bu nedenle İslami finans sisteminde reel varlıkların performanslarına bağlanmış değişken getiri getiren finansal araçlar ile yatırım yapılmadan önce paylaşım belli olan finansal araçlardan yararlanılmaktadır (Akışoğlu, 2013: 8).

İmtiyazlı hisse senetleri ise normal hisse senetlerine göre oy ve getiri açısından farklı olmaktadır. Bu tür araçların borç senedi kapsamında değerlendirilebilmesi için getirinin önceden belirlenmesi iktiza etmektedir. BIS'e (2009) göre, hisse senedinin bağlı olduğu firmanın mal varlığı üzerinde herhangi bir hak isteminde bulunmaması iktiza etmektedir.

Depo sertifikası ise yurtdışındakilere borç senedi veya hisse senedi şeklindeki menkul kıymetlerin yurt içi piyasada daha rahat ihraç etmelerine imkân tanımaktadır. Bu ihraçlarda, yurt içi yerleşik mevduat kabul eden banka, yurt dışı yerleşikten söz konusu menkul kıymeti satın alır ve daha sonra yurt içi yatırımcılar için daha cazip para birimi cinsinde sertifika ihraç etmektedir. Bu tür finansal araçlar bu ilişkiye dayanak teşkil eden borç senedi ya da hisse senedine göre sınıflandırılmaktadır. Bu tip işlemlerde yurt içi yerleşik kuruluş söz konusu finansal aracı bilançosuna

almadığından, yurt dışı yerleşik ihraççı olarak kabul görmektedir (Akışoğlu, 2013: 9).

Menkul kıymet geri alım (repo) sözleşmelerinde ise, mevcut menkul kıymetin nakdi karşılığında gelecekte belli bir tarihte veya açık bir vadede belirli bir fiyattan geri satın alınacağı garantisi sunulmaktadır. Nakit teminatl menkul kıymet borç sözleşmeleri ve satın-geri alım sözleşmeleri de Repo ya benzer iktisadi özellikler taşımaktadır. Bu türdeki sözleşmelerde menkul kıymetin ekonomik sahibinde herhangi bir farklılık olmamaktadır. Bu sözleşme neticesinde nakit elde eden taraf halen menkul kıymet ile ilgili piyasa riskini üstlenmektedir (Akışoğlu, 2013: 9).

Portföy yatırımına konu olan menkul kıymetlerin büyük bir kısmını ise hisse senetleri ve yatırım fonu katılma payları oluşturmaktadır. Hisse senedi, anonim ortaklıklardaki sermaye payını temsil etmesi nedeniyle halka arz edilen menkul kıymet olup, sahiplerine söz konusu kuruluşlarda ortaklık hakkı, yönetime katılma hakkı, kâr payı, tasfiyeden pay alma hakkı benzeri haklar sunmaktadır (Akışoğlu, 2013: 10).

1.3.2. Doğrudan Yabancı Sermaye

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir ülkede diğer bir ülkeden gelen bir girişimcinin en az % 10'luk bir pay sağlayan uluslararası yatırım yapması durumunda meydana gelen bir konudur (UNCTAD, 2010). Böylece ev sahibi ülkede kullanılan doğrudan yabancı sermaye, yabancı portföy yatırımlarından farklı olabilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı yatırımcıların gerek mevcut bir şirkete yatırım yapması gerekse ev sahibi bir ülkede yeni bir şirket kurması demektir. Doğrudan yabancı sermaye, bir fiziksel yatırım olduğundan cari işlemler dengesi, istihdam, verimlilik, iktisadi büyüme ve iktisadi kalkınma gibi konuları etkilemesi beklenmektedir (Abdulghader, 2014: 27).

İlaveten doğrudan sermaye yatırımları gittiği bölgede yeni bir işletme kurulması, mevcut olan yabancı firmaya ekstra yatırım uygulaması ya da bulunduğu bölgedeki şirketlerin satın alınması ile uluslararası arenada meydana gelen ve sermaye hareketlerini tanımlamak için kullanılan bir kavramdır. Bu yatırımlar yeni

bir firma kurma, şube açma, yeni bir tesisi kurma veya bir tesisi satın alma, bir firmayla birleşme, firmayı tamamen/kısmen satın alma veya ortak girişimlere girmek şeklinde olabilmektedir. Bunların yanında Doğrudan yabancı sermaye yatırımları lisans anlaşmaları şeklinde de olabilmektedir (Çinko, 2009: 118).

Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD, 2008), doğrudan yabancı yatırımları kaynak ülkedeki (yatırımcı) şirketler ve ev sahibi ülkede (yatırım yapılan ülke) başka bir şirket arasında uzun vadeli bir ilişki olarak tanımlamaktadır. Dolayısıyla, bu tanıma göre, kaynak şirket (yabancı yatırımcı), başka bir şirkette veya kendi ülkesinden başka bir ülkeye ait üretim biriminde varlığa sahip olan şirket olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımdan hareketle, yabancı bir varlığın bir ülkedeki şirketin % 10'u ya da daha fazlasına sahip olmak suretiyle oy hakkına sahip olması durumudur.

Bununla birlikte, küresel finansal krizin DYY akışlarını olumsuz etkilediğine dikkat çekmek önemlidir. Dünya Yatırım Raporuna (2007) göre 2007 yılında 1,9 trilyon Amerikan doları seviyesindeki doğrudan yabancı yatırımlar 2008 yılında %14'lük sert bir düşüş ile 1,6 trilyon Amerikan dolarına düşmüştür. 2009 yılında bu düşüş devam etmiş ve % 40'luk daralma meydana gelmiştir. Bu düşüş özellikle gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkilemiştir.

El-Fergani'ye (2004) göre çok sayıda doğrudan yabancı yatırım biçimi olsa da özellikle gelişmekte olan ülkelerde en çok dikkat çekenler şunlardır:

- 1- Doğrudan yabancı yatırımın gelişmekte olan ülkelerdeki hammaddelerin üretiminde ve bu malzemelerin dış pazarlarda tüketilmesinde önemli rol oynadığı doğal kaynaklar alanında yatırımdır.
- 2- Bazı durumlarda yerel pazarlar doğrudan yabancı yatırımlar için bir hedef haline gelmektedir. Hükümetler tarafından ithalat konusunda engellerin uygulandığı bu tür durumlarda, yerel üretime yapılan yatırımlar bu pazarlara yabancı ürünler ihraç etmekten daha mantıklı hale gelmektedir. 1960'larda ve 1970'lerde ithal ikamesi politikası olarak imalat sektörüne odaklanan bu tür yatırımlar, gelişmekte olan ülkeler arasında popüler hale gelmiştir.

- 3- Endüstrileşmiş ülkelerdeki bazı firmalarda olduğu gibi, üretim maliyetlerini düşürmek ve karlarını artırmak için işlerini başka ülkelere taşıyan yüksek performans arayan yatırımlardan bahsetmek mümkündür. Endüstrileşmiş ülkelerdeki yüksek emek maliyeti, bu ülkelerdeki şirketleri, ucuz işgücü arayışında gelişmekte olan ülkelere yöneltmeye zorlamıştır. Bu türe, Asya'daki Japon yatırımının, Meksika ve Orta Amerika'daki ABD yatırımlarının ve Orta ve Doğu Avrupa'daki Avrupa yatırımları örnek verilebilir.
- 4- Bazı doğrudan yatırımlar stratejik yatırım olarak tanımlanabilir. Bu tür doğrudan yabancı yatırımlar çokuluslu şirketlerin (ÇUŞ'ların) ilgili ülkelerdeki yatırımlar yoluyla üretim becerilerin kazanılmasını istedikleri bir türdür. Örnekler arasında Singapur'daki Ar-Ge için kurulan çok sayıdaki merkez, Hindistan'daki bilgisayar programlama geliştirme merkezleri ve Karayipler'deki havayolu rezervasyon merkezleri sayılabilir.

Coşkun (2001) ise doğrudan yabancı yatırımları dikey ve yatay olarak ikiye ayırmaktadır. Dikey yatırımlar ilgili firmanın üretim zincirinin coğrafi açıdan yerelleştirmesine yönelik çabayı içermektedir. Ücretlerin düşük olduğu ekonomilerde yapılan yabancı yatırımlar, emeğin yoğun olarak kullanıldığı, özellikle ara ürünlerin üretilmesi ve bu ürünleri yüksek ücretlerin olduğu yatırımın ana ülkesine gönderildiği yatırımları içermektedir. Sermayenin yoğun olarak kullanıldığı üretim aşaması ise ana ülkede gerçekleştirilmektedir. Bu tip doğrudan yabancı yatırımlar etkinlik arayan doğrudan yabancı yatırımlar olarak da adlandırılmaktadır. Dolayısıyla bu yatırım türü yatırım yapılan ülkenin pazar büyüklüğünden ziyade yatırım yapılan ülkenin faktörlerinin ve ham madde fiyatlarının düşük olmasından ve farklı üretim teknolojilerinin var olmasından etkilenmektedir.

Yatay doğrudan yabancı yatırımlar ise yatırımın yapıldığı ülke pazarına hizmet vermek amacı ile yapılan yatırımlardır. Bu yatırım türünün temel amacı ise pazara yönelik üretim ve taşıma sırasında oluşan maliyetlerin düşürülmesidir. Ayrıca bu tip yatırımlar pazarda değişen şartlara hızlı bir şekilde cevap vermek suretiyle rekabet gücünü artırmak amacı ile yapılmaktadır. Bu tip yatırımlar aynı zamanda pazar arayan doğrudan yabancı yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Böylelikle müşteriye

yakın olmanın verdiği avantaj, ulaşım maliyetlerinin azalması, kültürel engellerin azlığı yatırımcıya avantajlar sağlamaktadır.

Doğrudan yabancı yatırım sermayesinin akışındaki artışın bir takım faktörlere bağlı olduğu vurgulanmaktadır. İlk faktör, uluslararası ekonomik büyümenin gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkeler üzerindeki etkisidir, ikincisi ise artan sınır ötesi birleşmeler ve satın alma dalgasıdır (The Arab Investment and Export Credit Guarantee Corporation, 2006). İlk olarak bu, yüksek kârların doğal sonucu ve sınır ötesi birleşmelerin ve devralmaların harekete geçmesine yol açan hisse değerlerinin yükselmesi olarak ortaya çıkmıştır.

İkinci olarak, yatırım lehine politikaların sürdürülmesi, uluslararası ticareti engelleyen engellerin kaldırılması ve ev sahibi ülkelerde yatırımın teşvik edilmesi, dünya çapında yatırım sermayesi akışına olumlu katkı sağlamıştır (UNCTAD, 2007).

Doğrudan yabancı yatırımların bir ülkeye gelmesini etkileyen faktörleri Özcan ve Arı (2010) şu şekilde özetlemektedir:

Karlılık, yabancı yatırımcıların potansiyel projeden elde etmeyi bekledikleri getiridir. Kar olanakları, yerel piyasa şartlarına, beklentilerine ve yatırım iklimine bağlıdır. Yerel piyasanın büyüklüğü, doğrudan yabancı yatırımların önemli belirleyicilerindendir. Geniş ve büyük ölçekli bir ürün pazarı yurtdışındaki yatırımcılar için oldukça caziptir. Sebebi ise, pazarın büyük olması ölçek ekonomisine olanak sağlayarak üretimin etkin bir şekilde yapılmasına imkan tanımasıdır. Pazarın büyük olması teknolojik, organizasyonel, pazarlama ve üretim uzmanlıklarını da beraberinde getirmektedir. Pazarın büyük olması ile gerekli finansal ve beşeri sermayenin de mevcut bulunmasına neden olur. Doğrudan yabancı yatırımları teşvik eden önemli unsurlardan bir tanesi de ev sahibi ülke için ihracatı ikame edici olmasıdır. İhracatın daha düşük sabit maliyetli fakat daha yüksek ulaşım maliyetli olması durumunda, aynı pazara yabancı sermaye yatırımları yolu ile hizmet vermek, bu maliyetlerin düşürülmesine olanak tanımaktadır. Riskten kaçman yabancı yatırımcılar için belirsizliğin daha düşük olduğu piyasalar daha cazip durumdadır. Bu açıdan bakıldığında politik istikrarın var olduğu, sosyo – ekonomik göstergelerin daha sağlam olduğu piyasalar daha çekici olacaktır. Ekonomik entegrasyonun

gelişmiş olduğu piyasalar yabancı yatırımcılar için daha çekicidir. Zira serbest ticaret alanlarının ve gümrük birliğine üyeliklerin olduğu bir piyasada kazanç, özellikle küçük ve az gelişmiş ekonomilerin daha büyük pazarlara erişimini kolaylaştırmaktadır. Çok uluslu şirketler ise böylesi ülkelere yatırım yapmak suretiyle geniş çaplı üretim ve pazarlama avantajlarından faydalanmak istemektedirler. Bir diğer faktör ise döviz kuruudur. Yabancı yatırımcılar döviz kuru volatilitésinin nispeten düşük olduğu, istikrarlı bir döviz kuru sisteminin mevcut olduğu ekonomileri daha çok tercih etmektedir. Öte yandan vergi oranları ve vergi sisteminin istikrarı yabancı yatırımcıların dikkat ettiği bir diğer faktördür. Gelirden alınan vergilerin oranı arttıkça yabancı yatırımcının yatırım isteğı azalmaktadır. Kurumsal faktörler yabancı yatırımcılar için önemli bir diğer faktördür. Gelişmemiş ülkelerdeki kurumsal yetersizlikler, doğrudan yabancı yatırımlar için işletme maliyetlerinin artmasına sebep olmaktadır. Kurumsal yetersizlikler, zayıf bir alt yapıya yol açmakta ve yatırımdan beklenen getirinin düşmesine neden olmaktadır. Yolsuzluğun olduğu bir ekonomide yatırım istekliliğı azalmaktadır. Zira yolsuzluk kamu sektörünün etkinliğı azaltmaktadır. Kamu harcamaları artmakta, cari hükümetin güvenirliliğini azaltmaktadır. Ayrıca yolsuzluk rekabet seviyesinin azalmasına ve ülke riskinin artmasına neden olmaktadır. Küreselleşme neticesinde liberal ekonomi politikalarını benimseyen ülkelerin özelleştirme faaliyetleri doğrudan yabancı yatırımlar için fırsatlar sunmaktadır. Dahası, gelişmekte olan bazı ülkelerin doğrudan yabancı yatırımcı çekme başarısının temelinde uygulamış oldukları özelleştirme faaliyetlerinden kaynaklandığını söylemek mümkündür. Dolayısıyla özelleştirme faaliyetleri arttıkça yabancı yatırımlar artmaktadır. Fiziksel, finansal ve teknolojik altyapı doğrudan yabancı yatırımlar için bir diğer önemli faktördür. Ulaşım altyapısının yeterli olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırım girişleri için pozitif etkiye sahiptir. İletişim olanakları zamandan tasarruf sağlamaktadır. Ayrıca iletişim ve bilgi toplama maliyetlerini zamanla azaltmaktadır.

1.4. Yabancı Yatırım Türleri Arasındaki Farklılıklar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ikinci bir ülkede yerleşik olan yatırımcının farklı bir ülkedeki bir işletmeye uzun vadeli ilişki kurmak amacı ile yapmış olduğu sınırlar ötesi yatırımları ifade etmektedir (OECD, 2008: 15). Uzun vadeli ilişki çerçevesinde yatırım yapan yabancı firmaların işletmenin en az % 10'luk kısmına sahip olması ve oy hakkının olması gerekmektedir.

Portföy yatırımları ise hisse senedi ve borç senedi araçlarına yatırım yaparken doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının tersine, hisse senedine toplamın % 10'un altında yatırım yapmaktadır. Ayrıca bu senetleri çıkaran kuruluşun yönetiminde etkin olmamaktadır.

Akısoğlu (2013) iki tip yatırım arasındaki temel farklılıkları aşağıdaki gibi özetlemektedir:

- Portföy yatırım tipinde, doğrudan yabancı yatırımlardan farklı olarak, yatırım yapılan şirketin yönetiminde fiziksel olarak yer alınması söz konusu olmamaktadır.
- Portföy yatırım tipinde yatırımcı bir ülkeye sadece sermayesini getirmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlarda ise yatırımcı, finansal sermaye ile birlikte üretime yönelik makine, yönetsel beceriler gibi üretim faaliyetleri için gerekli olan diğer unsurları da beraberinde getirmektedir.
- Portföy yatırımlarında yatırımcının daha kısa vadeli hedefleri bulunmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ise yatırımcı daha kalıcı ve vadesi uzun amaçlara sahiptir.
- Portföy yatırımları için ülke içerisine giren yabancı menşeli fonların ülke ekonomisine giriş – çıkışı oldukça kolay iken doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sermayenin ana ülkesinden yatırımın yapılacağı ülkeye gittikten sonra tekrar geri dönmesi için daha uzun bir süre gerekmektedir.
- Portföy yatırımları farklı tipteki yatırımcıları içermektedir. Bunların içerisinde hane halkları da bulunmaktadır. Öte yandan doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha çok firmalardan oluşan tek tip bir profile sahiptir.

1.5. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomi Üzerindeki Olumlu Etkileri

Yabancı sermaye hem yatırımları alan ev sahibi ekonomi için hem de yatırım sahibi ekonomi için bir takım etkilere sahiptir. Bu muhtemel etkiler literatürde sıkça tartışılan konular olmuştur. Bu konu ile ilgili çalışmaların ilkleri 1960'lı yıllara dayanmaktadır. Rosenstein-Rodan (1961)'ın yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelere yönelik ilgisini incelediği çalışma öncül çalışmalardan bir tanesi olarak gösterilmektedir. Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkelere yapılan yabancı yatırımların, bu ülkelerdeki yerel sermaye birikimini, daha sonra hiç bir yardımcı araca gereksinim duymadan korunabilir bir düzeye yükselteceğinden bahsedilmektedir. Ayrıca yabancı sermaye girişi ile ülkeye gelen teknik bilgi sayesinde, mevcut üretim potansiyeline ek ürünler ilave edilecektir. Böylece var olan gelir düzeyinde, daha yüksek tasarruf oranlarına ulaşılabilecektir (Nur ve Dilber, 2017: 19).

Yabancı sermaye girmiş olduğu ekonomiye yapmış olduğu ülkeye muhakkak olumlu etkiler yapmaktadır. Akdiş (1985) olumlu etkileri yedi başlık altında sıralamaktadır. Bunlar milli gelir etkisi, ödemeler dengesi etkisi, istihdam etkisi, teknoloji etkisi, büyüme etkisi, bölgesel kalkınma etkisi, tasarruf ve yatırımlara etkisi ve ihracatın artırılması, döviz girdisinin sağlanması ve cari işlemler hesabının kapatılmasıdır.

İlk olarak milli gelir üzerindeki etkisini incelemekte fayda bulunmaktadır. Sermaye ülke içerisine doğrudan yabancı yatırım olarak girdiğinde ülke içerisinde üretim artacaktır. Fakat net artışı bulmak için girdilerin düşürülmesi gerekmektedir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar içerisinde emek gibi yerli kaynakların da kullanıldığı unutulmamalıdır.

Yabancı sermayenin dolaylı gelir etkisi de bulunmaktadır. Yabancı sermayenin ülkeye girmesi ile artan rekabet yerel firmaların da verimliliklerini artırmaya yönelik girişimlerde bulunmasına neden olmaktadır.

Ödemeler dengesi üzerindeki etkisi ise iki yönlü olmaktadır. Özellikle doğrudan yatırımlar yoluyla giren sermaye ülkenin döviz açığını kapatmaktadır. Öte yandan yapılan yatırımlar ülkenin ihracat kapasitesini artırarak dış ticaret açığını kapatıcı etkilerde bulunur.

Yabancı sermayenin gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından istihdam üzerinde olumlu etkisi olacağı söylenebilir. Yabancı sermayenin istihdam üzerindeki etkisini görebilmek için sermayenin nasıl geldiği önemlidir. Eğer sermaye mevcut bir firmanın satın alınması ya da mevcut bir şirket ile birleşmesi şeklinde ise ilave istihdam oluşturması mümkün olmamaktadır. Eğer yabancı şirket ülke içerisindeki doğal kaynakları işletmek için giriş yaptıysa bunun da istihdam üzerindeki etkisi sınırlı olacaktır. Fakat bu girişin dolaylı etkileri istihdam üzerinde görülebilecektir. Devletin bu girişten elde edeceği payı ve şirketin ödeyeceği vergilerin yeni iş sahalarında kullanılması durumunda dolaylı bir istihdam etkisinden bahsetmek mümkün olacaktır.

Yabancı sermayenin istihdam üzerindeki etkisini net bir şekilde görmek için yatırımın sermaye yoğun ya da emek yoğun sektöre girdiği de önem kazanmaktadır. Eğer sermaye emek yoğun bir sektöre yönelmiş ise istihdam artacaktır.

Sanayi sektörünün gelişmesi, üretim yapısının tüketim malından ara malı ve yatırım malına geçişi, üretilen malın kalitesi ve dünya pazarındaki yeri teknolojik gelişmelere bağlıdır. Bu noktada teknolojik gelişim önem kazanmaktadır. Yabancı sermayenin gelişmekte olan bir ülkedeki teknolojik etkisi de bu noktada önem kazanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin üretimlerini arttırabilmek ve dünya pazarlarında rekabet avantajı olan mallar üretebilmek için yeni teknolojilere ihtiyaçları bulunmaktadır. Fakat kendileri yeni teknoloji üretemeyen bu ülkeler daima teknoloji ithalatçısı durumundadır (Kazgan, 1988 : 50). Bu durumda yabancı sermayenin ülkeye getireceği teknoloji ülkenin üretim kapasitesini, üretim yapısını ve uluslararası piyasalarda rekabet düzeyini arttırabilecektir.

Ekonomik kalkınma boyutunda gelişmekte olan ülkeler için önemli bir sorun olan teknolojik yoksunluk, gelişmekte olan ülkenin kendisi için yararlı olan teknolojiyi seçme kapasitesi ile yakından ilgilidir. Eğer ülke bu noktada seçim

yapabilir ise kalkınma yolunda önemli bir hamle yapacaktır. Eğer yabancı sermaye yoluyla gelen teknoloji, ülke açısından cazip görünse de kendisine uygun olmayan bir teknoloji girişi ülkeye bir faydası olmayacağı gibi dolaylı olarak olumsuz etkisi de olabilecektir (Akdiş, 1985: 100).

Bir diğer olumlu etki büyüme üzerinde görülmektedir. Yabancı sermayenin büyüme etkisi açısından yönetim ortaklığına bağlı olarak yatırım alanı tercih edilen teknoloji tipi önem arz etmektedir. Ekonomik büyümeyi hızlandıracak sektör ve üretim teknolojisinin seçimi önemlidir. Bu seçim sırasında sabit sermayeye yapılan katkı, yeni yatırım alanları büyümenin temel belirleyicisi haline gelmektedir. Bu noktada sermaye girişinin olduğu sektörler önem kazanmaktadır. Yatırımların ağırlıklı olarak makine teçhizat üretimi alanlarına yapılması kapasite artışı ile büyüme olumlu katkı yaparken, inşaat sektörü gibi alanlara kayan yatırımlar büyüme üzerinde sınırlı etki yapmaktadır. Burada yatırımların büyümeyi az etkilemesinin nedeni, verimliliğin her sektörde farklı düzeyde artış göstermesidir (Doğruel, 1989: 78). Sonuç olarak yabancı sermayenin büyüme üzerinde daha etkili olabilmesi için yatırımların imalat sanayine yönelik olması gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler için önemli noktalardan bir tanesi de ülke içerisinde çeşitli nedenlerden oluşan bölgesel farklılıklardır. Gelişmekte olan ülkeler, bölgeler arasındaki bu farklılığı gidermeye çalışmalıdır. Bölgeler arası farklılık hem sosyolojik hem de ekonomik olabilmektedir. Yabancı sermayenin, gelişmişlik düzeyi diğer bölgelere göre daha düşük durumda olan bölgelere yönelmek gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde, gelişmemiş bölgelere teşvikler ne kadar arttırılırsa arttırılsın yabancı sermayeli yatırımları o bölgelere yönlendirmek oldukça zordur. Gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş bölgelerinde benzer özellik taşıyan gelişmiş ülkelerin gelişmemiş bölgeleri, yatırımcı için daha cazip gelebilir (Akdiş, 1985: 101). Yabancı yatırımcı yatırım yaparken ülke seçiminde alt yapı hizmetleri, hammadde kaynakları, pazar büyüklüğü gibi faktörleri dikkate almaktadırlar. Bölge seçiminde de benzer bir davranış göstereceklerdir. Bu bağlamda, devlet yabancı sermayeyi bu bölgelere çekmek için doğru teşvik tedbirleri uygulaması gerekmektedir. Aksi halde

yabancı sermaye ülkenin gelişmişlik seviyesi daha yüksek, altyapı ve pazar büyüklüğü açısından kendisine en uygun bölgeyi seçecektir.

Yabancı sermayenin ülke ekonomisine olumlu katkı yapacağı bir diğer nokta ise yatırım ve tasarruflar üzerindeki etkisidir. Ülkelerin gelişmişlik seviyesini belirlerken kişi başına düşen milli gelir önemli bir faktördür. Kişi başına düşen gelirin artırılması için, yatırımların artışının sağlanması ve üretim kapasitesinin artırılması ile mümkün olmaktadır. Yatırımlar ise gelirin bir kısmının tüketilmeden üretime dahil edilmesi ile mümkün olmaktadır. Yurtiçi tasarrufların artırlamadığı durumlarda sermaye açığını finanse etmek amacıyla yabancı sermayeye başvurmaları bir anlamda zorunluluk hakine gelmektedir (Karluk, 1993 : 494).

Gelişmekte olan ülkelerin bir yandan hızla büyüme ve kalkınma istekleri diğer yandan devamlı olarak artış eğiliminde olan ithalatını karşılamada yetersiz kalan ihracatçının sebep olduğu döviz açığı ekonominin yapısı ile ilişkili olarak harici kaynak ihtiyacını belirlemektedir. Ödemeler dengesinin cari işlemler hesabında yabancı sermayenin etkileri sürekli hissedilmektedir. Zira yabancı sermaye yatırımları ile üretim kapasitesinin artacak tecrübelerine ve imkânlarına sahip olması ile yapacağı ihracatla yabancı sermayenin olumlu katkısı olacaktır. Aynı zamanda daha önce ithal edilen ürünün ülke içerisinde üretilmesi ve ithal ikamesi sağlanması da ödemeler dengesini olumlu yönde katkı sağlamaktadır. Yabancı sermayeli şirketler kar transferleri yatırım ve ara malı ithalatı ile ödemeler bilançosuna yaptıkları olumsuz etkileri üretim kapasitesi ve ihracat kapasiteleri ile giderebilme özelliğine sahip bulunmaktadırlar. Bu özelliğin gerçekleşebilmesi yabancı sermayenin ev sahibi ülke menfaatleri doğrultusunda sürekli döviz kazandıracak yatırımlara yönlendirilmesi ile mümkündür (Yorulmaz, 2006: 85 -86).

1.6. Yabancı Sermayenin Ekonomi Üzerindeki Olumsuz Etkileri

Yabancı sermayenin bir ekonomiye girişinin olumlu etkileri olduğu kadar olumsuz etkileri de olabilmektedir. Zira sermayenin, öncelikle karlılık oranları ile

ilgilenmesi bazen ülke çıkarına olan konuları ve olayları önemsememesine neden olacaktır.

Yabancı sermayenin ülke ekonomisi üzerindeki ilk olumsuz etkisi yabancı denetimi ile ilgilidir. Yabancı sermaye firmalar üzerinde doğrudan bir denetim sağlamaktadır. Bu bağlamda bir plana bağlı kalmaksızın ülke içerisine giren yabancı sermaye bazı ana sektörler üzerinde hâkimiyet kurmak suretiyle ekonomik ve siyasal bağımsızlığı tehlike altına sokabilir. Böylesi bir durumda ekonomik amaçlara yönelik olarak para, maliye ve dış ticaret politikaları uygulama özgürlüğü de ortadan kalkabilir. Sanayileşme politikalarının uygulanmasında da bağımsızlıktan söz etmek zorlaşacaktır. Siyasal kurumlar, yabancı sermayenin etkisinde kalarak yabancı sermayenin yatırım yaptığı sektörler için kayırmacılık gibi politikalar uygulayarak ekonominin bütününe etkileyecek olumsuzluklar yaşanabilir. Böylesi bir durumda yabancı sermaye girişi arttıkça ekonomik özgürlük kısıtlanabilir (Seyidoğlu, 1999: 677).

Seyidoğlu'na (1999) göre az gelişmiş ülkelerde yabancı sermaye yatırımları ülke ekonomisinin dahili bütünlüğü üzerinde olumsuz etkisi olabilir. Yabancı yatırımcılar firmalarda ileri üretim teknolojileri uygularken, diğer sektörlerde konvansiyonel üretim yapısı devam edebilir. Bu durum ise ekonomiyi ikili bir yapı içerisine sokabilir.

Yabancı sermaye girişinin ekonomi üzerindeki bir diğer olumsuz etkisi ise gümrük tarifeleri ve ithalat yasakları ile ilgilidir. Bazen ülke yönetimleri bazı sektörleri korumak, o sektörün ülke içerisinde gelişmesini sağlamak ve ilgili ürünün tüketiminin azaltılması gibi amaçlar ile gümrük tarifeleri, ithalat kısıtlamaları uygulayabilirler. Yabancı sermaye yatırımları ile bu mallar yurtiçinde üretilecek ve tüketimi kısılmayacaktır. Ayrıca malın üretimi tam anlamıyla yerli olmaz. Zira yatırım yapılan ülkede üretimin tüm prosesleri gerçekleşmez. Üretimin hammadde ya da yarı işlenmiş hali firmanın ana ülkesinde yapılabilir. Bu durum ise yerli üretimi dışa bağımlı kılmaktadır. Böylece ülke döviz rezervleri eriyebilir (Seyidoğlu, 1999: 678).

Yabancı sermayenin rekabet konusunda da olumsuz etkide bulunabilir. Zira yabancı sermayeli işletmeler sermaye, ileri teknoloji ve yöneticilik tecrübeleri nedeni ile yerel firmalar karşısında haksız rekabet üstünlüğü sağlayabilir. Rekabet şansı olmayan yerel üreticiler sektörün dışında bile kalabilir. Bu sayede yabancı yatırımcı yüksek gümrük duvarlarının ardında tekeli konumunda faaliyet gösterebilir (Seyidoğlu, 1999: 678).

Bir takım yabancı sermaye girişinin ödemeler bilançosu üzerindeki etkisinin de kısıtlı olduğunu söylemek mümkündür. Zira her yabancı firma girdiği ülkenin ihracatını yükseltmemekte, hammadde temininde yerli kaynak kullanmamaktadır. Dahası, her dönem yurtdışına kar aktarımı yaptığında, girmiş olduğu ülkenin ödemeler bilançosuna olumsuz etki yapmaktadır (Seyidoğlu, 1999: 678).

Çok uluslu şirketler incelendiğinde AR&GE faaliyetlerinin genellikle firmanın kurulduğu, ana ülkesinde yapmaktadırlar. Böylesi bir durumda firmanın yurtdışında yapacağı yatırımlar daha çok imalata yönelik olmaktadır ve sermayenin giriş yaptığı ülke teknolojik gelişimi sürekli olarak dışarıdan takip eder ve onu satın almak zorunda kalır. Bu durum ülkenin sanayileşme ve teknolojik gelişimini olumsuz etkileyebilir.

Tüm bu faktörler beraber ele alındığında, yabancı sermayenin gelişmekte olan bir ülke için getirileri olduğu kadar ekonomiyi olumsuz etkileyebilecek birçok faktörü de beraberinde getirdiğini söylemek mümkündür. Bu nedenle yabancı sermayenin geliş şekli, geldiği sektör ve hukuki hak ve yükümlülükleri çok dikkatli bir şekilde belirlenmelidir.

1.7. Yabancı Sermayenin Ülkeye Girişte Kullandığı Yöntemler

Yabancı sermaye bir ülkeye girerken farklı yol ve yöntemler kullanabilir. Firma devralmadan, yeni bir firmanın kurulmasına, devletin özelleştirme yoluyla özel sektöre devrettiği kamu kuruluşlarının satın alınmasından ortaklığa kadar farklı yöntemler mevcuttur. Bu yöntemlerin kısaca özetlenmesi faydalı olabilir.

Yabancı sermaye ülkeye girerken kullanmış olduğu ilk yöntem montaj sanayidir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye giriş yaptığı bir yöntemdir. Özellikle sermayenin geldiği ana ülkeden sağlanan parçalar yatırımın yapıldığı ülkede basit bir montaj hattı aracılığı ile birleştirilerek mamul haline getirilir. Örnek olarak otomotiv sanayi verilebilir.

Bu tip girişlerde yabancı sermaye sahibi gelişmemiş ya da gelişmekte olan ülkenin ucuz işgücünden yararlanmak istemektedir. Ayrıca ülkenin konumuna bağlı olarak tüketici piyasasına yakın olmak ve taşıma giderlerini azaltmak amacı ile de ülkeye giriş yapabilir. Bu tip giriş çoğunlukla makine otomobil, kimya gibi sanayilerde yapılmaktadır. İmalattan ziyade montajın yapıldığı bu üretim tipinde nihai ürün hacim ve ağırlık olarak artmaktadır. Bu durum taşıma maliyetleri açısından yabancı sermayeye maliyet avantajı sağlamaktadır (Seyidoğlu, 1999: 675).

Bu tip giriş gelişmekte olan ya da gelişmemiş ülke açısından belirli endüstrilerin kurulmasına ilk adım olarak görülür. Bu ekonomilerde izin verilen montaj sanayi yatırımları çoğunlukla ithal ikamesinin sağlanmasına yöneliktir. Böylece döviz tasarrufu sağlanabilmektedir. Ayrıca işsizliğin olduğu bir durumda, montaj sanayinin kurulması istihdam olanaklarının artması demektir. Bu tip girişlerde, zamanla yatırım yapılan ülkeye teknoloji transferinin yapılması, montaj sanayinde yerli parça kullanımının artırılarak katma değer oluşumunun artırılması amaçlanmaktadır. Nihayetine montaj sanayinin ülkeye döviz girişinin artmasına katkı sağlaması beklenmektedir (Seyidoğlu, 1999: 675).

Bir diğer giriş türü de yap – işlet – devret modelidir. Bu modelde kamu kurumlarınca üretilen bir mal veya hizmet, kamu kurumu tarafından satın alınacağına dair verilen garanti kapsamında özel sektör tarafından üretilmesi ve kamuya ya da doğrudan tüketiciye satışının gerçekleştirilmesidir. Bu yöntem uygulamada kamu adına yapılan bir tesisin belirli bir süre bani tarafından işletilmesi ve orta vadede kamuya devredilmesi şeklinde olmaktadır.

Bu yöntem ile baraj, elektrik üretim tesisi, hava alanı, metro ve karayolu yapımı amaçlanabilir. Bu tip büyük projelerin kamu bütçesine getireceği yükten kurtulmak isteyen yöneticiler, hem hizmeti vermek hem de maliyetten kurtulmak

amacı ile böyle bir çözüm yolu bulmuşlardır. Uygulamada bu tip bir projenin finansmanı için uluslararası nitelikteki yatırım bankaları ve benzer kuruluşlar konsorsiyum oluşturur. Projenin finansmanı sağlandıktan sonra yatırımın yapılması ve faaliyete geçmesinden sonra işletme ilgili konsorsiyuma yetki verilir. Fakat uygulamada, işletme yerel bir ortak ile birlikte yürütülür (Seyidoğlu, 1999: 676).

Yatırım gerçekleştirildikten sonra ev sahibi ülke, üretilen mal ve hizmeti satın almaktadır. Projenin sabit bir bedeli olmakla birlikte, on ila on beş yıllık dönem sonunda yapılan yatırım bedelsiz olarak kamuya devredilir. Bu model daha çok belediyelerin toplu taşıma, altyapı gibi yatırımları için kullanılmaktadır. Bu modelin avantajları Yorulmaz (2006) tarafından aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Bütçe üzerinde yeni yatırımların yapacağı baskıyı oluşturmamak ve yapılan yatırımların verimli bir şekilde işletilmesini sağlamak ve özel sektör yatırımlarının teşviki,
- Yatırımların yapılmaması durumunda ulusal ekonomiye oluşturacak maliyetten kurtulmak,
- Yabancı sermayeni ekonomiye giriş yapmasını sağlamak,
- Yüksek teknolojinin özellikle gelişmekte olan ülkeye doğru hareket etmesi,
- Gelişmiş yönetim ve tekniklerinin ülkeye getirilmesidir.

Üçüncü giriş tipi ise ortak girişimdir. Yabancı bir firma bir ülkeye girmek istediğinde o ülkenin hukuki yapısı, piyasa şartları ve benzeri bilgileri edinebilmek, piyasa şartlarına daha çabuk uyum sağlayabilmek için yerli bir ortak ile çalışmak isteyebilir. Böylesi bir durumda, yatırım yapılan ülkede yerli ortak ile bir firma kurulur ve bu tip girişe ortak girişim adı verilmektedir. Ortak girişim yabancı yatırımcıya bir takım avantajlar sağlamaktadır. Yorulmaz (2006) bu avantajları şu şekilde sıralamaktadır;

- Yabancı yatırımcı yerli ortağı sayesinde ülkenin adetleri, kurumları, uygulamaları hakkında mevcut bilgiyi elde etmekte zorlanmaz,
- Yerli ortağın deneyimleri ve unvanı sayesinde yerli sermaye piyasasına kolayca girebilir,

- Yerli ortağın mevcut teknolojisinin o ülke için daha uygun olması,
- Yerli ortak yabancı sermaye üzerinde oluşabilecek tepkinin, yabancı olmama düşüncesi ile satışların yükseltilmesi düşüncesi,
- Sermayeyi kabul eden ülkenin yerli şirketler ile ortaklığı özendirici önlemler almaları, tek başına mülkiyeti sınırlandırmaları.

Şirketler arası birleşmeler yabancı sermaye ile mevcut bir firmanın başka bir yerli firma ile hukuken birleşmesidir. Örneğin Amerika Birleşik Devletleri menşeli bir firma yerli bir firma ile ortak haline geliyor ise ya da yabancı iki firma giriş yapılan ülkede ortaklık kuruyor ise bu durum şirketler arası birleşme olarak adlandırılmaktadır.

Sınır ötesi şirket birleşmelerinin olumlu ve olumsuz yanları şu şekilde sıralanmaktadır (Yorulmaz, 2006: 14):

Olumlu etkiler şu şekildedir,

- Yabancı bir ülkede faaliyet göstermenin kısa bir yoludur,
- Mevcut teknolojiye daha düşük maliyetle ulaşmak suretiyle teknolojiyi içselleştirmeye gerek kalmaz,
- Şirket birleşmeleri yoluyla ölçek ekonomilerinden yararlanılabilir,

Olumsuz etkiler şu şekildedir,

- Kültür farklılıkları, farklı gelenek, görenek ve değerlere sahip örgütlerin birleşmesini güçleştirir,
- Ulusal bir firmanın yabancı bir firma içerisinde kaybolması, siyasi tepkilere neden olabilir.

Stratejik birleşmeler son dönemde sıkça kullanılan bir yöntemdir (Yorulmaz, 2006 : 15). Bu tip birleşmelerde en kolay yöntem firmaların birbirleriyle hisse senetlerini değiştirmeleridir. Bu işlemin temel amacı, firmalara ait hisse senetlerinin güvendikleri kişilerin eline geçmesini sağlamaktır. Bu durumda yatırım portföy yatırımı niteliği kazanmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye niteliği kazanması için

tarafların gerek hisse senedi değişimi yapması gerekse mal ve hizmet üretmek amacı ile ortak girişim yapması gerekmektedir. Örnek olarak otomotiv sanayinde, elektronik ve telekomünikasyon sektörlerinde yapılan birleşmeler örnek verilebilir. Bu tip yatırımlar özellikle maliyetli araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin gerektiği ileri teknoloji üretimi sektörleri için geçerlidir (Yorulmaz, 2006: 16). Bu tür yatırımlara verilebilecek üçüncü bir örnek kartellere benzetilse de ortak pazarlama ve hizmet faaliyetlerinin yapıldığı, bir firmanın diğer firmayı da piyasada temsil ettiği anlaşmalardır.

Son olarak özelleştirme faaliyetleri yabancı sermaye girişlerine konu olan bir alandır. Özelleştirme, devletin asli görevi olan ve özel sektör tarafından yüklenilemeyecek sağlık, eğitim, savunma ve altyapı yatırımlarına yönelmesi, ekonomik yapının ise Pazar mekanizması tarafından yönlendirilmesi amacını taşıyan bir uygulamadır. Kaynaklar yetersiz olduğunda, ülkedeki müteşebbis sayısı az olduğunda ve devletçi politikaların uygulanması durumunda kamu iktisadi teşekküller oluşturulur. Özel sektörün yatırım için yeterli sermayesi olmadığında kamu iktisadi teşekküller tarafından söz konusu yatırım gerçekleştirilmektedir (Çetinkaya, 2004: 54).

Özelleştirme özellikle liberal ekonomileri benimseyen ülkelerde hızlanmıştır. Ekonomide rekabetin gelişmesi amacıyla özelleştirme yapılmaktadır. Yabancı firmalarda mevcut bulunan yönetim deneyiminin ve bilginin ülke ekonomisine faydalı olabilmesi amacı ile özelleştirme yoluyla yabancı sermayenin ülkeye girmesini teşvik eden politikaların uygulanması önem arz etmektedir.

Özelleştirme yoluyla yabancı sermayenin bir ülkeye girmesi bir takım nedenlere bağlıdır. İlk olarak maliyetin azalması, küresel ağ kurmak istemesi, Pazar payını yükseltmek istemesi ve maliyeti daha düşük yatırım fırsatına sahip olmasıdır. Böylece yabancı firma tesis kurma maliyetinde kurtularak, mevcut teknoloji düzeyini yükselterek mevcut tesisi devralabilir. Maliyet avantajı artan rekabet şartlarına ayak uydurmak için önemlidir. Özelleştirme kapsamına alınan kamu iktisadi teşekkül ile aynı alanda faaliyet gösteren bir firma söz konusu kamu iktisadi teşekkülü devraldığında piyasadaki pazar payını artırmış olmaktadır. Benzer şekilde devralınan

kamu iktisadi teşekkülünün mevcut ağı ile firmanın bölgesel dağıtım ağını geliştirmiş olacaktır (Çetinkaya, 2004: 55).

1.8. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrası Gelişimi

Türkiye ekonomisinde yabancı sermaye yatırımları Osmanlı ekonomisine kadar dayanmaktadır. Bununla birlikte dikkat edilmesi gereken dönem 1980 yılında alınan “24 Ocak Kararları” kapsamında liberal ekonomi politikalarının uygulanmaya başladığından günümüze kadar olan dönemdir.

Türkiye ekonomisi 1980’li yıllara kadar devlet müdahaleci politikalarla desteklenmiş ve ithal ikameci sanayileşme politikasına dayanan dışa kapalı bir ekonomik yapı benimsemiştir. Türkiye ekonomisi, 24 Ocak 1980 kararları ile dışa açılmış ve ekonomik liberalleşme sürecine girmiştir. 1981 yılında ise, Türkiye ekonomisi faiz oranlarındaki sınırlamaların kaldırılması ve 1984 yılında döviz alım satımının serbestleştirilmesi politikalarını izlemiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak, Türkiye ekonomisinde ki finans piyasaları uluslararası sermayeye ihtiyaç duymaya başlamıştır (Kar ve Tatlısöz, 2008 : 4).

1990’lı yıllarda Avrupa Birliği (AB) ile Türkiye ilişkilerinin yeniden canlanması ve Türkiye’nin 1996 yılında Gümrük Birliğine üye olması ile Türkiye ekonomisi uluslararası ticarete açık hale gelmiş ve 2003 yılının sonunda AB adaylığının resmîyete binmesi ile birlikte Türkiye ekonomisinde yabancı sermaye yatırım beklentisi artmaya başlamıştır (Karagöz, 2007: 934).

24 Ocak kararları çerçevesinde yabancı yatırımcıyı özendirmek amacı ile bir dizi karar alınmıştır. Bunlar:

- Yabancı sermayenin faaliyet kapsamı genişletilmek suretiyle tarım ve madencilik sektörleri ile bir takım hizmet sektöründe yabancı sermaye girişini kolaylaştırmak amaçlanmıştır.

- Toplam 500 milyon ABD dolarını geçen garantisiz ticari borçlar yabancı sermaye yatırıma dönüştürülmesine imkan verilmiştir.
- Sermaye giriş ve çıkışlarını serbestleştirmek amacı ile yabancı yatırımcılar için güven ortamının tesis edilmesine çalışılmıştır.
- Serbest bölgeler kurulması suretiyle yabancı yatırımların yerli yatırımcılar için geçerli bazı sınırlamaların dışında tutulmasına imkân tanınmıştır.

İlgili mevzuatta da yabancı yatırımların lehine bir takım değişikliğe gidilmiştir.

Bunlar:

- Kambiyo rejimine esneklik getirilmiştir.
- İthalat ve ihracat serbestleştirilmiştir.
- Serbest bölgeler faaliyete geçirilmiştir.

Tüm bu değişiklikler ile yabancı sermaye için Türkiye ekonomisi cazip hale getirilmeye çalışılmıştır. Yine 1980’li yıllarda özelleştirme faaliyetlerine başlanması, yap – işlet – devret modeli ile yapılan yabancı yatırımlar, bu kapsamda değerlendirilebilir (YASED, 1983: 105 – 106).

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri de 1980’li yıllar ile birlikte serbestleşme sürecine girmiştir. 1989 yılında çıkarılan kanun ile yabancı sermaye hareketleri üzerinde uygulanan kısıtlamalar kaldırılmıştır. Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanuna dayalı olarak çıkarılan 32 Sayılı Kararname ile yabancı sermaye üzerindeki miktar kısıtlamaları kaldırılmış ve yabancıların Türkiye’deki menkul kıymet piyasasından alım yapabilmelerine izin verilmiştir (Yorulmaz, 2006: 25).

32 Sayılı Kararname ile getirilen önemli değişikliklerden bir tanesi ise gayrimenkuller ve ayni haklar değiştirilmesi hükümleri hakkındadır. Bu değişikliğe göre yabancılar, ellerindeki yabancı parayı bozdurmadan yurt içinde elde edilen gayrimenkule ve aynî haklara ait gelirin yurt içinde kullanımı ve yurt dışına çıkarılması serbest kalmıştır. Bu kapsamda aynı zamanda yurt içi üretim için gerekli hammadde ve yarı mamul ithalatının da kolaylaştırılması için gerekli girişimlerde bulunulmuştur (Yorulmaz, 2006: 25).

Yukarıda da bahsedildiği gibi özelleştirme yabancı sermayenin girişinde önemli bir faktör olmuştur. Bu dönemde kamu kuruluşlarının özelleştirme faaliyetine hız verilmiştir. Tekel niteliğinde olan mal ve hizmetlerin üretildiği kamu kuruluşları özelleştirilirken yabancılar bu faaliyetten geniş tüketici kitlesine sahip bir piyasaya doğrudan hitap etmek suretiyle avantaj sağlamıştır. Nitekim 1980’li yıllardan 1990’lı yıllara ilk 500 şirket içerisindeki yabancı sermayeli firma sayısı 66’dan 114’e çıkmıştır.

Serbest bölgeler ile ilgili kanunlar 1985 yılında yürürlüğe girmiştir. 1981 yılında sermaye piyasalarının gelişmesi için ilgili kanunlar yürürlüğe sokulmuştur. Turizm teşvik çerçeve kararı ve kanunu sırasıyla 1980 ve 1982 yıllarında devreye girmiştir. 1988 yılından itibaren de yabancı sermaye politikasının yurt dışında tanıtılması için tedbirler alınacağına dair bir ibare ilgili programda yer almıştır (Yorulmaz, 2006: 26).

Türkiye’de 1980 yılı sonrasında yapılan yabancı sermaye yatırımlarının sektörel dağılımı incelendiğinde tipik olarak gelişmiş olan ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru olan bir akımın olduğu görülmektedir. Bu akım şeklinin temel karakteristikleri şunlardır (YASED, 1983: 110).

- Yabancı sermaye yatırımları, gelişmekte olan ülkelere ilk olarak ileri teknoloji ve kalifiye işgücü gerektiren sektörlerde gerçekleşmektedir.
- Yabancı sermaye yatırımları uzun dönemde devamlı kar getiren sektörlerle odaklanmaktadır. Otomotiv, taşımacılık ya da madencilik gibi sektörlerin gelişmesi, bunlara bağlı olarak yan sanayilerin genişlemesi ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır.

Yabancı sermayenin gelişi ile birlikte ülke içerisindeki ekonomik hareketlilik üzerinde etkili olmuştur. Bu hareketlilikler (Yorulmaz, 2006: 110):

- 1- 1980’li yıllarda kalıcı hale gelen kronik enflasyon problemi yabancı yatırımcıların kar marjlarını sürekli yükselterek yeni yabancı sermayenin ülkeye giriş yapmasını teşvik etmiştir.

- 2- Ekonomide uygulanan liberal politikalar ve oluşturulmaya çalışılan serbest piyasa ekonomisi, ithal mallarının artmasıyla bir süreç başlatmış ve zaman içerisinde talebi artan bu malların Türkiye’de üretilmesi için de (ithal ikamesi) yatırımlara gidilmiştir.
- 3- Yabancı sermaye yatırımcılarına sağlanan uzun vadeli, düşük faizli krediler ve teşvikler ülkeye gelen sermayede büyük artışlara imkan hazırlamıştır.

1980’li yıllarda başlayan yabancı sermaye girişlerinin ülke ekonomisi üzerindeki etkileri şu şekilde özetlenebilir:

- 1- Yabancı Sermayedarlar yüksek teknoloji gerektiren sektörlerde (Bilgisayar, Elektronik, Elektrik, Otomotiv, vb. yaptıkları yatırımlarda Türkiye’de henüz kullanılmayan teknolojinin ülkeye gelmesi yerli sermayedarlar ile ortaklıklar kurulması ve yaygınlaştırılması,
- 2- Türkiye’de faaliyetlerde bulunan yabancı sermayeli şirketlerin vergi ödemeleri ve yaptıkları yatırımlar döviz stokunda, önemli artışlara yol açmaları ve böylece ekonominin gelişmesinde etkili olmaları,
- 3- Kalifiye işçi gereksinimi duyan Yabancı sermayeli kuruluşların Türkiye’deki işgücünün özelliklerini yerine getirmekte ve kabiliyetlerini geliştirmede rol oynamaları,
- 4- Yatırım yapacakları, ülkelerde (veya bölgelerde) altyapı tesislerinin (elektrik, yol, su vb.) tamamlanmasını isteyen Yabancı sermayedarların; bu açıdan da Türkiye’deki sanayi bölgelerinin altyapılarını hızlandırmada ve daha iyi bir konuma gelmesinde yardımcı olmaları.
- 5- Yatırım yapacakları, ülkelerde (veya bölgelerde) altyapı tesislerinin (elektrik, yol, su vb.) tamamlanmasını isteyen Yabancı sermayedarların; bu açıdan da Türkiye’deki sanayi bölgelerinin altyapılarını hızlandırmada ve daha iyi bir konuma gelmesinde yardımcı olmaları.

Yabancı sermayenin yukarıda sıralanan olumlu etkilerinin yanında Türk ekonomisi içinde özellikle Sanayi ve Hizmetler sektörlerinde gerek toplam sermaye, gerek diğer iktisadi konulara da (Brüt Katma değer, ihracat, toplam çalışan sayısı, bilanço kârı vb.) büyük katkılar sağlamışlardır (Yorulmaz, 2006: 44 – 45).

1.9. Bölüm Değerlendirmesi

Bu bölümde yabancı sermaye kavramı detaylı bir şekilde incelenmiştir. Öncelikle yabancı sermaye ve türleri tanımlanmış, sonrasında yabancı sermayeyi bir ülkeye girmesine neden olan faktörler incelenmiştir. Söz konusu faktörler göstermektedir ki, yabancı sermayenin bir ülkeye giriş yapması için sadece ucuz işgücü ya da yüksek getiri değil, aynı zamanda o ülkedeki istikrarlı yapının da hem reel hem de finansal sektör için geçerli olması gerekmektedir.

Bu bölümde ayrıca, yabancı sermayenin ülke ekonomisine kattığı fayda ve uğrattığı zarar da incelenmiş, her bir faktör irdelenmiştir. Yabancı sermayenin ülkeye giriş şekli tek tek anlatılmaktadır. Son olarak bu bölümde, Türkiye’de 1980 sonrası yabancı sermayesinin girişi ve türleri anlatılmaktadır.

Sonraki bölümde finansal sistem ve sunmuş olduğu hizmetler hakkında verilecektir. Finansal sistemin gelişmesi ve finansal istikrar kavramlarının bilimsel anlamda tanıtımı yapılacak, böylece çalışma konusu olan finansal sistemin istikrarı ve gelişmesi ile doğrudan yabancı sermayenin ülkeye girişi arasındaki ilişkinin teorik temelleri atılabilecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR

Bir ekonomide finansal sistem; hane halklarının ve firmaların, piyasaların, organizasyonların ve bu organizasyonların kullandığı araçların, beraberce bir takım fonksiyonları yerine getirmek amacıyla bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir sistemin tamamıdır (Afşar, 2007 : 188). Hane halklarının, firmaların, kamunun ve hatta dış alemin tasarrufları yatırımlara finansal sistemin aracılığıyla gerçekleşmektedir. Para ve paranın işlevlerini yerine getiren finansal araçlar sistem içerisinde üretilmektedir. Oluşturulan araçlar ve fonlar ekonomik sistem içersine finansal sistem aracılığı ile sokulmaktadır.

Bu bölümde finansal sistemin sunmuş olduğu hizmetler, ekonomiye yapmış olduğu katkılara yer verilecek, daha sonra finansal gelişmişlik ve finansal istikrar kavramları ayrıntılı olarak anlatılacaktır.

2.1. Finansal Sistemin Sunmuş Olduğu Hizmetler

Finansal sistemin temel olarak hizmetini fon talep edenler ile fon arz edenleri bir araya getirmek olarak tanımlamak mümkündür. Gelirinin tamamını tüketmeyen, yani fon fazlasına sahip taraf, diğer taraf ise gelirinden daha fazla harcayan, yani fona ihtiyacı olanlardan oluşmaktadır. Fon arz edenler, yasalar tarafından finansal sistemde sağlanan güvence ile fonlarını fon talep edenlere kullanırlar (Afşar, 2006: 1).

Finansal sistem denildiğinde merkez bankası haricinde finansal sistemi oluşturan beş birimden bahsetmek mümkündür. Bunlar (Yetiz, 2008: 7):

- Mevduat ve kredi kurumları,
- Emekli sandıkları ve sigorta şirketlerinden oluşan özel tasarruf kurumları,
- Yatırım kurumları,
- Hisse senedi pazarı,

- Organize olmamış piyasalarda faaliyet gösteren kurumlar.

Finansal sistemin bir ekonomideki görevleri daha detaylı bir şekilde incelendiğinde, finansal sistemin işlevlerini Aras ve Müslümov (2003) şu şekilde özetlemektedir:

- Mal, hizmet ve varlıkların değiş tokuşuna aracılık edilmesi,
- Ölçek olarak büyük olan projelerin finanse edilmesini kolaylaştırmak amacıyla, tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturmak suretiyle mülkiyetin tabana yayılmasını sağlamak,
- Ekonomik kaynakların zaman içinde, coğrafi bölgeler ve sektörler arasında transferin sağlamak,
- Risk yönetimi ve risk kontrolü yöntemleri geliştirmek,
- Fiyat bilgisini sağlamak,
- Asimetrik bilgi problemini çözmeye yönelik kolaylaştırıcı faaliyetlerde bulunmaktır.

2.2. Finansal Sistemin Fonksiyonları

Finansal sistemin ekonomide bir takım fonksiyonları bulunmaktadır. Uludağ ve Arıcan (1999) bu fonksiyonları şu şekilde özetlemektedirler:

- Finansal sistem, aracılık işlevini üstlenir,
- Aracılık maliyetlerinin azaltılması için çalışır,
- Mal ve hizmetin mübadelesine aracılık eder,
- Riskin farklı metotlar ile dağıtılmasını sağlarken sermayenin tabana yayılmasını sağlamaktadır.

Finansal aracılık görevi, belki de finansal sistemin en temel görevidir. Finansal sistem kaynakların, yani fon arzının, en doğru yatırımlara, yani fon talep edenler içerisinde finansal desteği en fazla hak eden kişi ya da kuruma vererek en verimli seçimi yapmaktır.

Normal şartlar altında, tasarruf sahibinin en doğru seçim yapabilmesi oldukça zordur. Zira piyasa hakkında asimetrik bilginin olmaması, bilginin maliyetinin minimize edilerek kaynakların daha verimli kullanılmasını sağlar. Bununla birlikte, fon sahipleri piyasa hakkında tam bilgiye sahip olması oldukça zordur. Yatırımların karlılıkları, finansal araçların getiri beklentisi ve benzeri bilgilere ulaşmak bir birey için oldukça zor ve maliyetlidir. Bununla birlikte finansal sistemde faaliyet gösteren araçlar, bu bilgileri bireyler için toplar ve dağıtımını gerçekleştirir. Bu sayede asimetrik bilgi problemi ortadan kalkarken, bilgi maliyeti de minimize edilmiş olur.

Finansal araçlar aynı zamanda, riskin dağıtılması yoluyla riskli fakat yüksek getirisi olan yatırımları da yaparak sermayenin ortalama verimliliğini artırmaktadır.

Finansal aracılık hizmetleri, finansal sistem geliştikçe gelişmektedir. Finansal aracılığın fon sahiplerinden fon talep edenlere doğru fon akışına aracılık edilmesi olduğu düşünüldüğünde, finansal sistem geliştikçe fon akışının hızlanması aracılık faaliyetlerini de geliştirmektedir. Gelişmenin ilk yıllarında bankacılık sistemi bu aracılık hizmetlerini gerçekleştirirken, daha sonraki aşamalarda yatırım bankaları, sigorta şirketleri, hisse senedi ve tahvil borsaları kurulmaktadır.

Finansal sistemin sunmuş olduğu hizmetler ile ilgili bir diğer başlık da finansal sistemde maruz kalınan maliyetlerin en aza indirilmesidir. Finansal sistem geliştikçe, finansal sistemdeki aktörler tarafından oluşturulan araçları kullanmak suretiyle rekabet oluşur. Bu rekabet borç alma ve verme faiz oranının arasındaki farkın küçülmesine zira bu durumun da maliyetlerin düşmesine neden olmaktadır. Aracılık maliyetleri, azaldıkça tasarrufların getirisi artarak verimliliği artırır.

Finansal sistem aynı zamanda ticarete konu olan mal ve hizmetlerin alım satımını kolaylaştırmaktadır. Ekonomik gelişmelere bağlı olarak üretilen yeni araç ve piyasalar, yatırımları kolaylaştırmaktadır.

Finansal sistemin sunmuş olduğu hizmetlerden en önemlilerinden bir tanesi risk paylaşımıdır. Finansal sistem, araç çeşitlendirmesi yoluyla riski farklı araçlar üzerine dağıtmak yoluyla risk tabana yayılmaktadır. Zira gerek tasarruf sahipleri gerekse yatırımcılar riskten kaçınmak isterler. Fakat bu davranış kişiden kişiye

farklılık göstermektedir. Gelişmemiş bir finansal sistemde risk yeterince dağıtılmadığı için hem yatırımcılar hem de tasarruf sahiplerinin üstünde daha fazla risk kalacak ve bu da getiri beklentisini yükseltecektir. Zira risk arttıkça beklenti de artacaktır.

Gelişmiş bir finansal sistem, risk yönetimi ve riskin belirlenmesinde uzman olmuş kurumlar bireylerin tercihlerine göre risk tayini gerçekleştirebilirler. Tam anlamı ile faaliyet gösteren finansal sistem, riskten dolayı oluşan risk priminin sınırlamasını sağlamaktadır (Yetiz, 2008: 10).

Ekonomik faaliyetlerin istikrarlı bir şekilde yürütülebilmesi için finansal sistem önemli bir görev üstlenmektedir. Canbaş ve Doğukanlı'ya (1997) göre bir ekonomi her dönemde üretim, istihdam ve fiyatlar konusunda dalgalanmalar yaşayabilmektedir. Politika yapıcıları bu tip dalgalanmaları engellemek ve etkilerini azaltabilmek için para arzını etkileyen politikalar ile kararlar almakta ve uygulamaktadırlar. Bu politikalar finansal sistem üzerinden ekonomi üzerinde etkili olmaktadır.

2.3. Finansal Sistemin Gelişmesi ve Koşulları

Finansal gelişme, kısaca sistemdeki toplam fon miktarındaki artış ya da sistemde kullanılan araç miktarının artması olarak tanımlanmaktadır. Finansal sistemin gerek fon miktarı gerekse araç sayısı açısından gelişmesi için bir takım faktörler etkilidir. Finansal sistemin gelişmesi, sadece fon miktarındaki artış açısından değil, aynı zamanda reel sektörün sağlıklı bir şekilde işlemesi için de gereklidir.

Mishkin (2000) finansal sistemin sağlıklı gelişmesi için gereken şartları şu şekilde sıralamaktadır:

- Makroekonomik istikrar,
- Finansal sistemin alt yapısı,
- Finansal sistemde düzenleme ve denetlemenin kalitesi,

- Piyasa Disiplini

Makroekonomik istikrarın sağlanması etkin çalışan bir finansal sistem için önemlidir. Aynı zamanda uygulanan politikalar da tutarlı olmalı ve piyasalarda belirsizlik oluşturmamalıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yapısal sorunlar var olduğundan beklenmeyen politikalar beklenmeyen sonuçlara sebebiyet verebilir. Makroekonomik istikrarsızlık finansal sistemin zayıflıklarını ortaya çıkarmaktadır. Sektördeki problemleri daha da derinleştirmektedir. Tüm bunların sonucunda özellikle bankacılık krizlerine sebebiyet verebilir. Mishkin (2000) finansal sistemde istikrarsızlığa neden olan makroekonomik faktörleri şu şekilde sıralamaktadır:

- Faiz oranlarındaki artma,
- Finansal sektörde yatırım araçlarının vergilendirilmesi sonucu kamunun borçlanma maliyetlerinde yükselme ve özellikle kısa vadeli yabancı sermayede görülen hızlı hareketlenme,
- Enflasyon oranındaki yüksek dalgalanma ve belirsizlikte artma,
- Para ve maliye politikaları uygulamalarında istikrarsızlık ve önceden görememe,
- Döviz kurunda istikrarsız dalgalanmalar.

Finansal altyapı Mishkin (2000) tarafından üstünde durulan bir diğer faktördür. Finansal altyapıyı, kredi kültürü, kurumsallaşma, özel mülkiyet haklarının korunması, yasal düzenlemeler, ekonomik mali politikaların en önemli özelliklerinden ikisi şeffaflık ve sorumluluktur. Her iki özellik hem özel sektörde hem de kamu sektöründe doğru ve yerinde kararların alınmasını sağlamakta ve dolayısıyla kaynak dağılımında etkinliği, makroekonomik istikrara ekonomik büyüme ve refah artısına katkıda bulunmaktadır. Şeffaflık ve sorumluluk, ekonomi politikası ve karar verme süreci ile ilgilidir. Her ikisi de gelecekteki krizlerin sıklığını ve şiddetini azaltmaya yaramaktadır. Makroekonomik açıdan şeffaflığın ve sorumluluğun artırılması politika ayarlamalarının zamanında başlamasını teşvik etmektedir (Yetiz, 2008: 16 - 17).

Denetleme ise Mishkin (2000) tarafından gerekli görülen üçüncü faktördür. Finansal sistemin istikrarlı olabilmesi ve sağlam bir yapıya sahip olabilmesi için denetlenmeli ve düzenlenmelidir. Bu bağlamda risk yönetimi doğru şekilde yapılmalı, yöneticilerin kararlarında denetleme ve düzenlemelerin olduğunu unutmamalıdır.

Baştürk'e (1999) göre gelişmekte olan ülkelerde düzenleme ihtiyacı çok büyük boyutlardadır ve denetleme işlemlerinin yerine getirilmesi bakımından denetleyici ve düzenleyici otoriteye ihtiyaç duyulmaktadır. Fakat düzenlemenin mantığı gereği gelişmiş ülkeler açısından katı bir ayırım yapmak yersizdir. Yani gelişmiş ülkelerde finansal sistem çok dinamik, sürekli dönüşüm içindedir. Bu değişim düzenleme açısından geleneksel uygulamaları ortadan kaldırmaktadır (Baştürk,1999, 18).

Baştürk'e (1999) göre düzenleyici ve denetleyici kurumlar siyasi açıdan bağımsız olmalıdır. Aynı zamanda yaptırım gücü ve parasal gücü işlevlerini yerine getirmek açısından yeterli ve uygun olmalıdır. İlgili kurumların yaptırım gücü yasalar tarafından net bir şekilde belirlenmeli, amaçlar net bir şekilde belirtilmelidir. Amaçlar, piyasalarda oluşan eksiklikleri ve piyasa hatalarını düzeltebilmelidir.

Finansal sistemin düzenlenmesi ile ilgili bir diğer nokta ise rekabettir. Yapılan düzenlemeler rekabeti engelleyecek şekilde dizayn edilmemelidir. Düzenlemeler ile piyasa aktörlerinin faydası maksimize edilmelidir. Bu açıklamalar ışığında, rekabet özellikle müşterilerin faydasını maksimize etmekte önemli bir faktör olduğundan, düzenlemeler rekabeti artırıcı şekilde dizayn edilmelidir.

Mishkin (2000) tarafından üstünde durulan son faktör ise piyasa disiplindir. Özellikle bankalar piyasa paylarını artırmak ve piyasa üstünlüğünü ele geçirebilmek adına risk faktörünü göz ardı edebilmektedirler. Banka bilançolarının büyüdüğü dönemlerde risk kontrol sistemi zayıflamaktadır. Bankalar bu dönemde aşırı borçlanabilmektedirler. Bu dönemde Banka krizleri sık sık meydana geldiğinden dolayı özellikle finansal sistemin denetleyicileri, banka yöneticileri, banka sahipleri ve piyasanın tüm katılımcıları için bankacılık piyasasının disipline edilmesi için taraflara yükümlülükler düşmektedir. (Kar ve Günay 2004 : 15).

2.4. Finansal İstikrar Kavramı

Schinasi (2004) finansal istikrar kavramını ekonomik kaynakların etkin kullanımını sağlayan, refah artışı ve ekonomik büyümeyi kolaylaştıran, ekonomik belirsizlikleri öngören ve üstesinden gelebilen bir sürecin ürünü olarak tanımlamaktadır. Allen ve Wood (2006) ise istikrarlı bir finansal sistem refah artışını desteklemeli, denetlenebilmeli, öngörülebilmeli, gözlemlenebilmelidir.

Gadanecz ve Jayaram (2008) finansal istikrarın varlığı için aşağıdaki faktörler var olmalıdır:

- Reel hâsıla artışını sağlayabilen,
- Şirket risklerini azaltan ve artırmayan,
- Hane halkı tüketim ve yatırım kararları ile yabancı yatırımların kararlarında ani değişikliklere sebep olmayan,
- Nakit ve kredi akışını kontrol edebilen,

Bir sistemin varlığında finansal istikrar sağlanmış olmaktadır.

Borio ve Drehmann (2009) ise finansal istikrarsızlığı tanımlamak suretiyle finansal istikrarı açıklamaya çalışmaktadır. Yazarlara göre finansal istikrarsızlık, ekonomide reel hâsıla kaybı ile sonuçlanan ciddi bir bozulmaya sebep olan ya da olma olasılığı bulunan, finansal kurumlardaki büyük çaplı kayıplar ya da yol açma olasılığı bulunan, finansal kurumlardaki büyük çaplı kayıplar ya da ilgili finansal kurumlarda yaşanan iflastır.

Yukarıda açıklanan durumların varlığının olmadığı durumda ise istikrar tüm finansal piyasalarda sağlanmış demektir.

Son olarak Rosengren (2011) finansal istikrar kavramını mali sistemin ekonominin reel büyüme sürecinde ihtiyaç duyduğu kredi ve nakit akışı yönetim yeteneklerini yansıtmaktadır. Öte yandan finansal istikrarsızlık piyasa sistemi

içerisinde ödeme veya kredi kanallarının tıkanması sonucu ortaya çıkan bir durum olarak tanımlanmaktadır.

Yukarıda tanımlanan finansal istikrar tanımlarından hareketle, finansal istikrar hem finansal sistem hem de ekonomik büyüme üzerinde önemli etkileri olan bir faktördür. İstikrarın olmadığı bir finansal sistemde finansal piyasalar sağlıklı bir şekilde çalışmayacak, yeterli fon toplanamayacak, finansal araçlar sağlıklı bir şekilde işlevlerini yerine getiremeyecektir. Tüm bunlardan hareketle, özellikle kredi desteği bağlamında reel sektör ile ilişkilendirilen finansal istikrar ekonomik büyümenin önemli desteklerinden bir tanesidir (Doğan ve Kurt, 2018: 415).

2.5. Bölüm Değerlendirmesi

Bu bölümde finansal sistem tanımlanmakta, finansal sistemin temel öğeleri tanıtılmıştır. Finansal sistemin ekonomi için öneminden bahsedilirken, temel fonksiyonları olan aşağıdaki faktörlerden bahsedilmiştir:

- Finansal sistem, aracılık işlevini üstlenir,
- Aracılık maliyetlerinin azaltılması için çalışır,
- Mal ve hizmetin mübadelesine aracılık eder,
- Riskin farklı metotlar ile dağıtılmasını sağlarken sermayenin tabana yayılmasını sağlamaktadır.

Bu bölümün ikinci kısmında finansal gelişmeden bahsedilirken, finansal sistemin gelişmesi şu unsurlara bağlı olduğu detaylı bir şekilde anlatılmıştır:

- Makroekonomik istikrar,
- Finansal sistemin alt yapısı,
- Finansal sistemde düzenleme ve denetlemenin kalitesi,
- Piyasa Disiplini

Son olarak bu bölümde finansal istikrar kavramı tanımlanmış ve finansal istikrar için gerekli koşullara değinilmiştir.

Sonraki bölümde yabancı sermaye girişleri ile ilgili literatür taranacak ve ampirik analiz için oluşturulması planlanan model tarama sonrası geliştirilecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

Finansal piyasaların durumu ile yabancı sermayenin bir ülkeye girişi ile ilgili literatürün taranması çalışmada önerilecek modelin geliştirilmesi için önem arz etmektedir. Nitekim literatürde finansal piyasalara giriş yapan yabancı sermayenin belirleyicileri üzerine çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bununla birlikte mevcut çalışmalar daha çok makroekonomik faktörler üzerinde durmuş, sınırlı sayıdaki çalışma ise ülkenin risk analizini yapmak suretiyle risk faktörleri üzerinde durmuştur. Bu kapsamda finansal istikrar bir risk faktörü olarak ölçülebilir. Bunun dışında yabancı sermaye üzerinde etkili olan finansal faktörler literatürde nadiren ele alınmış bir konudur.

Bu bölümde yabancı sermaye yatırımlarının ülke ekonomisi üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalar kısaca özetlenecek, daha sonra ayrıntılı olarak yabancı sermaye yatırımlarının belirleyicileri üzerinde duran çalışmalar özetlenecek, daha sonra risk faktörleri üzerinde duran literatür incelenecektir.

3.1. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomi Üzerindeki Etkilerini İnceleyen Literatür

Bu konudaki ilk çalışma King ve Levine (1993) aittir. Yazarlar seksen ülke verisi ile yapmış oldukları analizde finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasında kuvvetli bir ilişki olduğunu, sermaye birikimi ve verimliliği artıran finansal gelişimin ekonomik büyümeyi desteklediğini bulmuşlardır.

Sonrasındaki çalışmalar da genel olarak King ve Levine'nin bulgularını destekler niteliktedir. Gregorio ve Guidotti (1995) korelasyon yolu ile ilişkiyi bir çok ülke için incelemiş, bir çok ülkede ortaya çıkan pozitif korelasyon Latin Amerika ülkeleri için çıkmamıştır. Bu durum finansal gelişimin yatırımlar yoluyla değil de verimlilik üzerinden gerçekleştiğini göstermiştir.

Calderon ve Lin (2003) ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ilişkiyi incelemiş ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin yönünün farklı olabileceğine dair bulgular elde etmiştir. Onlara göre gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyüme için finansal gelişime ihtiyaç duyarken gelişmiş ülkelere ekonomik büyüme beraberinde finansal gelişimi getirmektedir. Kısaca iki ülke tipinde nedenselliğin yönü farklıdır.

Beck ve Levine (2004) çoklu ülke analizinde finansal sistemi farklı yapıları ile analize eklemiş ve her birinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışma sonucunda hem borsa kuruluşlarının hem de bankacılık sisteminin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkilerinin olduğuna dair kanıtlar elde etmişlerdir.

Öte yandan Aydın vd. (2013) yapmış olduğu çoklu ülke analizinde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin olumlu olabilmesi için bir takım unsurların meydana gelmesi gerektiğini vurgulamıştır. Yazarlara göre ülke içerisindeki bankacılık sisteminin sağlıklı işlemesi, ayrıca çevre ülkelerin finansal sisteminde bir iyileşmenin olmaması gerekmektedir.

Bozoklu ve Yılancı (2013) farklı çeşitlerdeki ülkeleri bir arada incelediği çalışmalarında finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru kuvvetli bir nedenselliğin olduğu, ekonominin gelişmesi için finansal gelişmenin planlı bir şekilde gerçekleştirilmesi gerektiği sonucuna ulaşmıştır.

Ak vd. (2013) gelişmekte olan ülkeleri ele aldığı çalışmalarında finansal gelişmeyi beş farklı kriter üzerinden değerlendirmiş ve her birinin ekonomi üzerindeki etkilerini ekonometrik yöntemler yardımı ile incelemiştir. Çalışma sonucunda yazarlar tasarrufların sermaye piyasaları aracılığı ile finansal sisteme dahil etmenin ekonomik büyümeyi daha etkin bir şekilde etkileyeceği sonucuna ulaşmışlardır.

Aydın ve Malcıoğlu (2016) OECD ülkelerini ele aldığı analizlerinde ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkinin yönünü test etmişlerdir. Analizleri sonucunda ilişkinin yönünü finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olduğunu tespit etmişlerdir.

İnançlı vd. (2016) D 8 ülkeleri için yaptıkları analizde panel veri analiz metodunu kullanmışlar ve finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi hem kısa hem de uzun dönemde incelemişlerdir. Çalışmaları sonucunda bu iki değişken arasında finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir ilişkinin olduğu, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Çalışmaların sonuçlarından görülmektedir ki, istisnalar olsa da, özellikle gelişmekte olan ülkeler için ekonomik büyümeyi sağlayabilmek amacı ile finansal sistemin geliştirilmesi ve derinleştirilmesi önemlidir. Bunu sağlamak amacı ile uygulanacak politikalar iyi dizayn edilmeli ve uygulanmalıdır.

3.2. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri Üzerine Yapılan Çalışmalar

Yabancı sermaye yatırımlarının belirleyicileri ile ilgili yapılan ilk çalışmalardan bir tanesi Dunning'e (1981) aittir. Yazar doğrudan yabancı yatırım (DYY) ile ilgili pazar büyüklüğü, birim emek maliyeti, hizmet sektörü verimliliği ve enflasyonun DYY'nin ülkeye girişinde önemli olduğu sonucunu ortaya koymaktadır.

Root ve Ahmed (1979) ise diğer bir öncül çalışmalar arasında gösterilmektedir. Root ve Ahmed (1979) ise DYY'nin ülkeye girişlerinde sosyal statünün etkilerini analiz etmişlerdir. Onlara göre beşeri sermayenin gelişimi, yaşam kalitesi, sağlık sistemi ve kentleşme oranı DYY girişi üzerinde etkili bir faktördür.

Bevan ve Estrin (2004) DYY'nin belirleyicilerini panel veri analiz yöntemi ile çoklu ülke gruplarında incelemişlerdir. Çalışmalarında Avrupa ülkelerini kullanan yazarlar pazar büyüklüğünün etkili olduğunu, ülke riskinin ise önemsiz olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sonuç olarak etkinliğin DYY girişinde önemli bir faktör olduğu ortaya çıkmıştır.

Janicki ve Wunnava (2004) Avrupa ülkelerini ve yeni üye olan ülkeleri inceledikleri çalışmalarında birim emek maliyeti, azar büyüklüğü ve ticaret açıklığını

analize dahil etmişlerdir. Bu çalışma sonuçlarına göre tüm bu faktörler DYY'nin ülkelere girmesinde önemli faktörler olduğu anlaşılmaktadır.

Nunnekamp (2002) geliştirmekte olan ülkeler açısından DYY'nin belirleyicilerini incelemiştir. Çalışmasında ayrıca globalleşme ile birlikte DYY'yi etkileyen faktörlerde bir değişimin olup olmadığını incelemiştir. Küreselleşme ile birlikte üretim maliyetlerinin ve ticari açıklığın öneminin değişmediği ve belirleyiciler olduğu, küreselleşme ile birlikte ticareti yapılmayan hizmetlere yönelik olarak da DYY girişlerinin arttığı yazarın çalışmasının sonuçları arasındadır.

Onyeiwu ve Shrestha (2004) Afrika ülkelerini elde aldığı çalışmalarında, ilgili ülkelerdeki DYY'lerin temel belirleyicilerini incelemiştir. Bu ülkelerde DYY girişlerini temel olarak siyasi istikrar ve altyapı yeterliliğinden ziyade enflasyon, ekonomik büyüme, uluslararası rezervler, ekonomik açıklık ve doğal kaynaklara erişilebilirliğin önemli faktörler arasında sıralandığı analizler sonucunda ortaya konmuştur.

Bal ve Akça (2016) seçilmiş Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde DYY'nin belirleyicileri incelenmiş, bu amaçla literatür ile doğru orantılı olarak piyasa büyüklüğü, ticari açıklık, makroekonomik istikrar, altyapı ve siyasi istikrarsızlık değişkenleri modele dahil edilmiştir. Çalışma sonucunda DYY'lerin ticari açıklık ve pazar büyüklüğü değişkenlerinden etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Nur ve Dilber (2017) geliştirmekte olan ülkeleri ele aldığı çalışmalarında on iki faktörü dikkate almış ve panel veri ekonometri yöntemini kullanmıştır. İlgili geliştirmekte olan ülkelere DYY yolsuzluk, dışa açıklık, teknoloji, işgücü miktarı ve hukukun üstünlüğü endeksinden etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Akademik çalışmalar aynı zamanda tekil ülke analizleri de yapmışlardır. Bunlar arasında Ang (2008), Yol ve Teng (2009) ve Xose ve Pallas (2008) gösterilebilir. Ang (2008) Malezya ekonomisini incelemiştir. Çalışmasında bir değişken olarak finansal gelişmeyi de bir faktör olarak inceleyen Ang (2008), bu faktörün de aralarında bulunduğu, ticari açıklık ve altyapı faktörlerinin DYY'yi etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Yol ve Teng de (2009) Malezya ekonomisini

incelemişler, Ang'dan farklı olarak ticari açıklığın DYY'ler üzerinde etkili bir faktör olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Xose ve Palas (2008) İspanya ekonomisinde DYY'lerin giriş nedenleri olarak emek birim maliyetlerinin ve verimliliklerinin beşeri sermayenin ve reel GSYİH'nin, son olarak DYY'nin giriş yaptığı sektörün ihracat potansiyeli gösterilmiştir.

Türkiye ekonomisini inceleyen bir takım çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmalar Türkiye ekonomisini gerek tekil gerekse ülke grubu içerisinde incelemektedir. Erdal ve Tatoğlu (2002) bunlardan bir tanesidir. Yazarların çalışmalarına göre yatırımlar Türkiye'de pazar büyüklüğü, dışa açıklık ve altyapı faktörlerinden etkilenmektedirler.

Berkoz ve Türk (2007) Türkiye ekonomisini inceleyen bir diğer çalışmadır. Çalışma sonuçlarına göre GSYİH ve nüfus artışı, altyapı yatırımlarındaki artış, ilgili sektörlerde verilen kredilerdeki artış DYY artışına gerekçe gösterilebilir. Bu çalışmada görüldüğü üzere kısmen de olsa finansal gelişmenin DYY üzerinde önemli bir faktör olduğunu göstermektedir.

Yılmaz (2010) Türkiye ekonomisi için nedensellik analizi testleri ile DYY ile dış ticaret ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda ihracat ve ithalatın DYY için önemli olmadığı, fakat ekonomik büyümenin DYY için önemli bir faktör olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ekinci (2011) ise Türkiye ekonomisi için DYY ile ekonomik büyüme ve istihdam arasındaki ilişkiyi nedensellik testleri ile incelemiştir. Çalışması sonucunda yazar Yılmaz (2010) çalışması ile uyumlu olarak ekonomik büyümenin önemli bir faktör olduğu, istihdamdaki değişimin ise DYY üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Cütçü ve Kan (2018) ise son dönemde yaptıkları çalışmada Türkiye ekonomisini kapsamlı bir şekilde incelemiştir. Yapılan nedensellik analizlerinde enflasyon ve işgücü maliyetlerindeki artışın DYY'yi olumsuz etkilediği, öte yandan

kişi başına düşen milli gelirdeki artışın DYY'yi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye için yapılan çalışmalar incelendiğinde ekonomik büyüme performansının DYY çekme noktasında önemli bir faktör olduğu anlaşılmaktadır. Bununla birlikte beşeri sermayenin ve diğer faktörlerin DYY'ler üzerindeki etkilerinin net olarak belirlenemediği, bazı çalışmalarda beşeri sermayenin, bazı çalışmalar da ise üretim maliyetleri ile ilgili değişkenlerin DYY'ler üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca finansal gelişim değişkenlerin DYY'ler üzerindeki etkisi çok sınırlı sayıda çalışmada incelendiği net etkisinin yansıtılması için yeterli olmadığı, dahası finansal istikrar ile ilgili hiçbir değişkenin modellere dahil edilmediği incelenen çalışmalarda görülmemiştir.

3.3. Risk Faktörünün Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkilerini İnceleyen Çalışmalar

Şimdiye kadar incelenen çalışmalarda finansal değişkenler DYY'nin belirleyicisi olarak çok sık modellere dahil edilmemiş, finansal istikrara ya da finansal risklere yönelik değişkenler incelendiği kadarıyla hiçbir çalışmada yer verilmemiştir. Bununla birlikte farklı ölçütlerde riskler modellere dahil edilerek risk primlerinin DYY'ler üzerindeki etkileri incelenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda Bayar ve Kılıç (2014) ve Kanlı ve Barlas'ın (2012) çalışmaları incelenebilir.

Bayar ve Kılıç (2014) kredi notu ile yabancı sermaye girişi arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında Türkiye ekonomisinde kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu kredi notlarının Türkiye'ye giriş yapan yabancı sermaye üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Çalışmalarında doğrudan yabancı sermaye girişi ile kredi notu arasında gecikmeli bir ilişkinin olduğu, kredi notundaki bir değişime doğrudan yabancı yatırımların tepki verdiği görülmüş ve rapor edilmiştir.

Kanlı ve Barlas (2012) bir çok ülkeyi dikkate alarak uyguladıkları panel veri metodu ile çok sayıdaki ülke için yaptığı analiz çalışmasında kredi notu ile yabancı

sermaye girişleri arasındaki ilişkiyi doğrudan yabancı yatırım çerçevesinde incelemiştir. Buna göre bir ülkenin kredi notu yatırım yapılabilir seviyesine çıktığında yabancı sermaye girişi ciddi şekilde artmaktadır.

3.4. Bölüm Değerlendirmesi

Bu bölümde yabancı sermaye yatırımlarının belirleyicileri üzerine yapılan çalışmalar özetlenmiştir. Literatür taramasında görülmüştür ki, yabancı sermaye yatırımları daha çok doğrudan yabancı yatırımlar üzerine odaklanmaktadır. Çalışmalarda DYY'ler değişken olarak alınmıştır. Ayrıca literatürün önemli bir kısmı DYY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisine yöneliktir.

Çalışmaların bir diğer kısmı ise DYY'lerin bir ülkeye girişinde etkili olan faktörlerin belirlenmesi ile ilgilidir. Bu çalışmalarda beşeri faktörlerden kurumsal faktörlere kadar geniş bir değişken listesi kullanılmıştır. Özellikle Türkiye için incelendiğinde ekonomik büyümenin DYY girişlerini destekleyen yegâne faktör olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte çok az sayıda çalışmada finansal değişkenler modellere dahil edilmiştir. Dahası incelenen çalışmaların hiçbirinde finansal istikrar faktörü bir değişken olarak modele dahil edilmemiştir.

Tüm bu açıklamalar ışığında yapılan çalışma ve oluşturulan modelin doğrudan yabancı yatırımlarını da dikkate alması gerekse finansal istikrar faktörünü yabancı sermaye girişlerini etkileyen bir faktör olarak kabul etmesi açısından literatüre katkı yapacağı kanaati oluşmaktadır.

Sonraki bölümde ampirik model oluşturularak gerekli veriler tanıtılacak, uygulanan metotlar özetlendikten sonra elde edilen uygulama bulguları ayrıntılı olarak yorumlanacak ve politika çıkarsamalarında bulunmaya çalışılacaktır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AMPİRİK ANALİZ

Bu bölümde yabancı sermaye yatırımlarının finansal piyasalarda oluşan değişimden ne derece etkilendiği incelenmektedir. Literatür kısmında vurgulandığı üzere mevcut literatür finansal gelişim ve finansal istikrar kavramlarını doğrudan yabancı sermaye girişlerinde yeterince incelenmediği görülmektedir. Bu bağlamda finansal gelişimin ve istikrarın yabancı sermaye girişleri üzerindeki etkisini görebilmek adına modelin kurulması gerekmektedir. Bu bölümde öncelikle model kurulacak, modele dahil edilecek değişkenler tanımlanacak, ilgili veriler ve kaynakları bildirilecektir.

Bölümün ikinci kısmında kullanılacak metot ve elde edilen bulgular özetlenecektir. Son olarak elde edilen ampirik bulgular yorumlanarak, bu bulgular ışığında politika çıkarsamaları elde edilmeye çalışılacaktır.

4.1. Model ve Veriler

Çalışmada dikkate alınacak sermaye akımı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Değişkenin nominal değerlerine ait seriler modele dahil edilmiştir. Bu değişkene ait seriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) elde edilmiştir. Serinin para birimi ABD dolarıdır.

İkinci aşamada finansal gelişmişliğin yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisini ölçebilmek adına modele dahil edilmesi gerekmiştir. Bunu yapabilmek adına finansal gelişmişliği ölçebilmek için bir endeksin oluşturulma ihtiyacı doğmuştur. Literatür incelendiğinde farklı değişkenlerin finansal gelişmişliğin ölçülmesinde kullanıldığı görülmüştür. Bunlar arasında geniş para arzı (M2)'nin gayrisafi yurtiçi hasılaya (GSYİH) oranı, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı gibi oranların kullanıldığı görülmüştür. Bu oranlardan özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı İnançlı vd. (2016) tarafından yapılan çalışma dikkate alınarak özel sektöre verilen toplam kredilerin GSYİH'ye oranı finansal gelişmişliği ölçmekte

kullanılacaktır. Zira Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin önemli bir kısmı bankalardan oluşmaktadır ve özel ve kamu bankalarının sunmuş oldukları temel hizmetler arasında krediler ilk sıralardadır. Bu nedenle özel sektöre verilen kredilerin tutarındaki değişimin finansal sistemin önemli bir gelişmişlik göstergesi olduğunu söylemek mümkündür. Finansal gelişmişliği ölçmek için kullanılan özel sektöre verilen krediler değerleri TCMB'nin EVDS sisteminden elde edilmiştir. Ayrıca GSYİH değeri de özel sektör kredilerinin milli gelire oranını ölçebilmek için yine TCMB'nin EVDS sisteminden elde edilmiş, bu veriler birbirlerine oranlanmak suretiyle özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı hesaplanmıştır.

Finansal istikrarı ölçmek adına bir endeks oluşturulması gerekmektedir. Bu nedenle Aktaş (2011) tarafından oluşturulan finansal istikrar endeksi dikkate alınmıştır. Yazar tarafından oluşturulan endeks dokuz adet alt endeksten faydalanmaktadır. Bununla birlikte alt endekslerin kapsamı ve Türkiye'deki finansal sistemin yapısı dikkate alındığında alt endekslerin sadece bir tanesi bu çalışmada dikkate alınmıştır. Kullanılan bankacılık alt endeksi ise bankacılık sermaye yeterliliği, varlık kalitesi, likidite, kur riski ve karlılık oranlarından oluşmaktadır. Bu veriler ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) veri tabanından elde edilmiştir.

Değişkenlere ait veriler özellikle doğrudan yabancı yatırım (DYY) verilerinin periyodik olarak açıklanmaya başlandığı 2005 yılından başlamakta, 2018 yılının üçüncü çeyreğine kadar devam etmektedir. Çeyreklik verilerin kullanıldığı analizin dönem aralığı 2005Q4 – 2018Q3 olarak belirlenmiştir.

Son olarak çalışmada DYY ele alınarak, finansal gelişmeden mi yoksa finansal istikrardan mı etkilendiği analiz edilecektir. Her bir ilişki için farklı nedensellik analizleri uygulanacaktır.

4.2. Ekonometrik Metodoloji

4.2.1. Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Makroekonomik değişkenler zaman içerisinde iktisadi krizlerine etkisinde kalmaktadır. Dolayısıyla ampirik analizlerde şokların etkisinde kalan makroekonomik değişkenlerden gerekli bilgi alınamamaktadır. Bu nedenle ilk olarak makroekonomik değişkenlerde krizlerin etkisini tespit etme ve krizin etkisi varsa bunu kaldırmak gerekmektedir. Bu amaçla ekonometri literatüründe birçok birim kök mevcuttur. Bu testler içerisinde en sık kullanılanı Dickey ve Fuller (1979, 1981) tarafından geliştirilen birim kök testidir.

Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen birim kök testi birinci dereceden otoregresif [AR(1)] sürecini ele alır. p optimal gecikme uzunluğu olmak üzere AR(p) modelinde sıfır hipotez, ARIMA(p,1,0) otoregresif eşbütünleşik hareketli ortalama olup olmadığı test edilir. Alternatif hipotezde ise ARIMA(p+1,0,0) otoregresif eşbütünleşik hareketli ortalama dolayısıyla durağan olduğu test edilir (Cheung, Lai, 1995).

Hata teriminin normal dağılması dolayısıyla white noise olması için makroekonomik değişkenin geçmiş değerlerinden biri eklenmemesi halinde hata terimlerinde geçmiş değerlerden etkilenme sorunu ortaya çıkar. Bu nedenle modele daha fazla otoregresif süreç eklenmesi gerekmektedir (Güloğlu, 2009). Ayrıca Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen birim kök testinde p optimal gecikme uzunluğu olmak üzere AR(p) modelinde eğer otokorelasyon sorunu varsa hata teriminin normal dağılması için daha fazla gecikme eklenmesi gerekmektedir (Sever ve Demir, 2007).

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

$$(4.1.) \quad \Delta y_t = c + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

$$(4.2.) \quad \Delta y_t = c + \gamma y_{t-1} + \delta_2 t + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

$$(4.3.)$$

Her üç modelde de hata terimi $\varepsilon_t \sim WN(0, \sigma^2)$ beyaz gürültü özelliği göstermektedir. İlk regresyonda ne sabit terim ne de trend değişkeni bulunmamaktadır. İkinci regresyonda ise yalnızca sabit terim bulunmaktadır. Son regresyonda ise hem sabit terim hem de trend değişkeni yer almaktadır. Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen birim kök testi γ teriminin bire eşit olup olmaması üzerinedir. Eğer bire eşit ise değişkene gelen bir birimlik şok eğer kaldırılmazsa sonsuza kadar devam etmektedir. Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen birim kök testinin sıfır hipotezi değişkenin birim kök taşıdığı alternatif hipotez ise birim kök taşımadığı şeklindedir. Eğer düzey değerinde durağan çıkarsa $I(0)$, birinci farkında durağan çıkarsa $I(1)$ olarak ifade edilir. Dickey-Fuller (1979) tarafından geliştirilen ADF birim testinin dağılımlarını çalışmalarında elde etmiştir. Bununla birlikte MacKinnon (1991,1996) çalışmalarında sonlu örneklemelerde kritik değerleri ortaya koymuştur.

4.2.2. Frekans Dağılımı (Frequency Domain) Nedensellik Testi

Geleneksel nedensellik testleri tüm periyot için nedensellik testlerini ortaya koymaktadır. Ancak ekonomik teorisinde Klasikler ile Keynesyenler arasında en büyük tartışma konusu ekonominin kısa ve uzun dönem dengesi üzerinedir. Klasik iktisatçılar ekonominin hem kısa hem de uzun vadede dengededir önermesine karşılık Keynesyen iktisatçılar ekonominin yalnızca uzun dönemde dengede olduğunu savunmaktadır. Frekans dağılımı nedensellik testinde en büyük avantajı makroekonomik değişkenler arasındaki kısa, orta ve uzun dönem nedensellik ilişkilerini vermesidir (Ciner, 2011). Frekans dağılımı nedensellik testlerinin ilk aşamaları Geweke (1982) ve Hosoya ve Yamada (1991) tarafından geliştirilmiştir. Geweke (1982) ve Hosoya ve Yamada (1991) $z_t = [x_t, y_t]'$ Makroekonomik değişkenleri olmak üzere sonlu ve sınırlı vektör otoregresyon modelini;

$$\Theta(L)z_t = \varepsilon_t \quad (4.4.)$$

Burada $\Theta(L) = I - \Theta_1 L - \dots - \Theta_p L_p$ ve gecikme uzunluğu (lag polynomial) $L^k z_t = z_{t-k}$. Son aşamada ise Granger nedensellik test prosedürü her bir frekans için;

$$M_{y \rightarrow x} = \log \left[\frac{2\pi f_x(\omega)}{|\psi_{11}(e^{-i\omega})|^2} \right] = \left[1 + \frac{|\psi_{12}(e^{-i\omega})|^2}{|\psi_{11}(e^{-i\omega})|^2} \right] \quad (4.5.)$$

Eğer $|\psi_{12}(e^{-i\omega})|^2 = 0$ y değişkeninden x değişkenine ilgili frekansta nedensellik olmadığını göstermektedir. Breitung ve Candelon (2006) çok değişkenli vektör otoregresyon modelleri için frekans dağılım nedensellik testini geliştirmiştir. Böylece makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünleşik ilişki olması gerektiği ortaya çıkmıştır. Breitung ve Candelon (2006) varsayımına göre ε_t beyaz gürültü gösteren hata terimi $E(\varepsilon_t) = 0$ ve $E(\varepsilon_t, \varepsilon_t') = \Sigma$, burada Σ ise pozitif ve sonludur. Böylece x değişkeninin spektral yoğunluk fonksiyonu;

$$f_x(\omega) = \frac{1}{2\pi} \{ |\psi_{11}(e^{-i\omega})|^2 + |\psi_{12}(e^{-i\omega})|^2 \} \quad (4.6.)$$

Breitung ve Candelon (2006) çalışmasında nedensellik ilişkisini of $M_{y \rightarrow x}(\omega) = 0$ şeklinde kurmuştur. $|\psi_{12}(e^{-i\omega})|^2 = 0$. Testin sıfır hipotezi vektör otoregresyon katsayılarına doğrusal kısıtlar konularak devam ettirilmiştir;

$$|\Theta_{12}(e^{-i\omega})| = \left| \sum_{k=1}^p \theta_{12,k} \cos(k\omega) - \sum_{k=1}^p \theta_{12,k} \sin(k\omega) i \right| = 0 \quad (4.7.)$$

Testin karar alma sürecinde F testi kullanılmaktadır. (2, T-2p) dağılım F test istatistikleri test sürecinden elde edilen kritik değerler ile karşılaştırılır. Eğer test istatistikleri, F kritik değerlerinden büyük ise değişkenler arasında nedensellik ilişkisini olduğunu gösteren alternatif hipotez kabul edilir. Eğer test istatistikleri, F kritik değerlerinden küçük ise değişkenler arasında nedensellik ilişkisini olmadığını gösteren sıfır hipotez kabul edilir.

4.2.3. Balçılar et al. (2010) Tarafından Geliştirilen Bootstrap Yöntemine Dayalı Kayan Pencere (Rolling Window) Nedensellik ve Parametre Tahmin Yöntemleri

Balçılar vd. (2010) tarafından geliştirilen nedensellik ve parametre tahmin yönteminde ampirik analizlerde kullanılan her bir dönem için nedensellik ve parametre elde edilmektedir. Balçılar vd. (2010) çalışmalarında olasılık oranı (LR, likelihood ratio) kriterini bootstrap yöntemi ile birlikte hata terimine uygulamaktadırlar. İki değişken için p optimal gecikme uzunluklu vektör otoregresyon modeli VAR(p) modelinde $t=1,2,\dots,T$ olmak üzere;

$$y_t = \Phi_0 + \Phi_1 y_{t-1} + \dots + \Phi_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (4.8.)$$

$\varepsilon_t = (\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}) \square iid(0, \sigma^2)$ is hata terimi beyaz gürültü özelliği göstermekle birlikte hata terimi varyans kovaryans matrisi Σ elde edilmektedir. Optimal gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriteri (Information Criteria, AIC) ile hesaplanmaktadır. $y_t = [y_{1t}, y_{2t}]_{2 \times 1}$ Bağımsız değişkenler matrisi olmak üzere VAR (p);

$$\begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \phi_{10} \\ \phi_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \phi_{11}(L) & \phi_{12}(L) \\ \phi_{21}(L) & \phi_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix} \quad (4.9.)$$

Burada $\phi_{ij}(L) = \sum_{k=1}^p \phi_{ij,k} L^k$, $i,j=1,2$ k ise gecikme operatörüdür. $L^k x_t = x_{t-k}$.

Testin sıfır hipotezi $\phi_{12,i} = 0$, y_{2t} şeklinde olup değişkenler arasında Granger nedenselliğinin olmadığını ifade etmektedir. Alternatif hipotez ise değişkenler arasında nedenselliğin olduğunu göstermektedir. Bu VAR(p) modelinden elde edilen parametreler ise her bir periyoda yöneliktir.

4.3. Ampirik Bulgular

Metodolojik bilgileri verilen ekonometrik zaman serisi testlerini uygulamadan önce yapılması gereken ilk şey birim kök testleridir. Zira serilerin göstermiş olduğu davranışlar yapılan analizlerin sonuçlarının sağlamlığını etkilemektedir. Öyle ki, serinin birim kök içermesi durumunda yapılan regresyon testleri, yanıltıcı sonuçlar verebilecektir. Bu neden çalışmada öncelikle birim kök testleri yapılmıştır. Birim kök testlerinden önce yapılan korelasyon test sonuçları tablo 4.1’de verilmiştir.

Tablo 4.1. Değişkenler Arasında Korelasyonlar

	FDI	FD	FS	P
FDI	1			
FD	-0.166	1		
FS	0.372	-0.524	1	

Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Tablo 4.1’e göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile finansal gelişme (-0.166) arasında negatif korelasyon bulunmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile finansal istikrar arasında ise pozitif korelasyon (0.372) bulunmaktadır. Finansal istikrar ile finansal gelişme arasında ise negatif (-0.524) bir korelasyon

bulunmaktadır. Bu sonuçlar finansal istikrar ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında, bir ilişkinin olabileceğini göstermektedir.

Tablo 4.2. Değişkenlere ait Tanımlayıcı İstatistikler

	FDI	FD	FS
Ortalama	7.275049	0.357481	4.571959
Medyan	7.257341	0.433425	4.552586
Maksimum	8.042699	0.857794	5.046572
Minimum	6.576470	-0.447057	4.298163
Standard Sapma	0.314724	0.367760	0.188517
Çarpıklık	-0.134438	-0.464147	0.811422
Basıklık	2.570149	1.938488	2.995875
Jarque-Bera	0.556977	4.308503	5.706222
Olasılık	0.756927	0.115990	0.057665*

Not: ***,** ve * değerleri sırasıyla %1 (0.01), %5 (0.05) ve %10 (0.1) anlam seviyelerinde alternatif hipotezin kabul edildiği seviyeyi göstermektedir.

Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Tablo 4.2’de ise tanımlayıcı istatistikler ile ilgili bilgi verilmektedir. Buna göre oynaklığın göstergesi olan standart sapma en düşük ise finansal istikrarda görülmektedir. Olasılık dağılımdaki asimetriyi gösteren çarpıklık katsayısında kriter sıfırdır. Eğer sıfırdan büyük ise dağılım sağa çarpık ve sıfırdan küçük ise sola çarpıktır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve finansal gelişme sola çarpık ve finansal istikrar ise sağa çarpıktır. Basıklık katsayısında kriter üçtür. Eğer üçten küçük ise dağılım basık ve üçten büyük ise dağılım diktir. Tabloda yer alan sonuçlara göre bütün değişkenler basıktır. Jarque-Bera normal dağılım testinde sıfır hipotezi değişkenin normal dağılım gösterdiği, alternatif hipotez ise değişkenin normal dağılım göstermediği şeklindedir. Buna göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları

ve finansal gelişme değişkenlerinde ise normal dağılımın olduğu şeklindeki sıfır hipotezi kabul edilmektedir.

Değişkenlere yönelik korelasyon ve tanımlayıcı istatistikler verildikten sonra birim kök testi uygulamak gerekmektedir. Bu kısımda ekonometri teorisinde Dickey-Fuller (1981, ADF) tarafından geliştirilen birim kök testleri yapılacaktır.

Tablo 4.3. ADF (1981) Birim Kök Testi Sonuçları

		<i>Değişkenler</i>		
		ADF	ADF	
<i>Düzey</i>	<i>Sabit</i>	FDI	-4.159 (0) [0.00]***	-10.748 (0) [0.00]***
		FD	-3.013 (6) [0.041]**	-7.761 (5) [0.00]***
		FS	-2.275 (1) [0.183]	-7.856 (1) [0.00]***
	<i>Sabit+Trend</i>	FDI	-4.490 (0) [0.00]***	-10.752 (0) [0.00]***
		FD	0.988 (7) [0.99]	-4.135 (5) [0.011]**
		FS	-5.327 (0) [0.00]***	-7.793 (1) [0.00]***

Not: ***,** ve * değerleri sırasıyla %1 (0.01), %5 (0.05) ve %10 (0.1) anlam seviyelerinde serilerin durağanlıklarını göstermektedir. Parantez içindeki değerler Schwarz bilgi kriterine göre optimal gecikme uzunluğunu göstermektedir. Köşeli parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. ADF testi için: Mac Kinnon (1996) kritik değerleri sabitte 1 %, 5 % ve 10 % değerleri için sırasıyla 3.485, -2.885, -2.579 ve sabit + trend için 1 %, 5 % ve 10 % olasılık değerleri için sırasıyla -3.483, -2.884, -2.579.

Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Dickey-Fuller (1981, ADF) birim kök test sonuçları Tablo 4.3'de yer almaktadır. Dickey-Fuller (1981) test sonuçlarına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları düzey değerinde birim kök taşımamaktadır. Böylece ampirik analizlerde değişkenin $I(0)$ olduğu varsayılacaktır. Finansal gelişme değişkeni ise düzey değerinde sabitli modelde %5 anlam seviyesinde durağan olduğu fakat düzey değerinde sabit terimli ve trendli modelde durağan olmadığı görülmektedir. Finansal gelişmenin birinci farkı alındığında durağan olduğu görülmektedir. Finansal istikrara değişkeni ise düzey değerinde sabit terimli modelde birim kök taşımakta ancak sabit terimli ve trend değişkenin olduğu modelde ise %1 anlam seviyesinde durağan olduğu görülmektedir. Finansal istikrarın birinci farkı alındığında durağan olduğu görülmektedir. Sonuç olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları düzey değerinde durağan olmaktadır. Finansal gelişme ve finansal istikrar değişkenleri ise uzun hafıza gösterdiği varsayılarak birinci farkları alınarak analize devam edilecektir.

Tablo 4.4. Breitung ve Candelon (2006) Frekans Alanında Nedensellik Test Sonuçları

	Uzun dönem		Orta Dönem		Kısa Dönem	
ω_i	0.01	0.05	1.00	1.50	2.0	2.50
FD $\Rightarrow$ FDI	1.243	1.365	0.780	1.411	1.032	0.351
FS $\Rightarrow$ FDI	5.890***	5.913***	1.508	2.911	6.359***	1.322

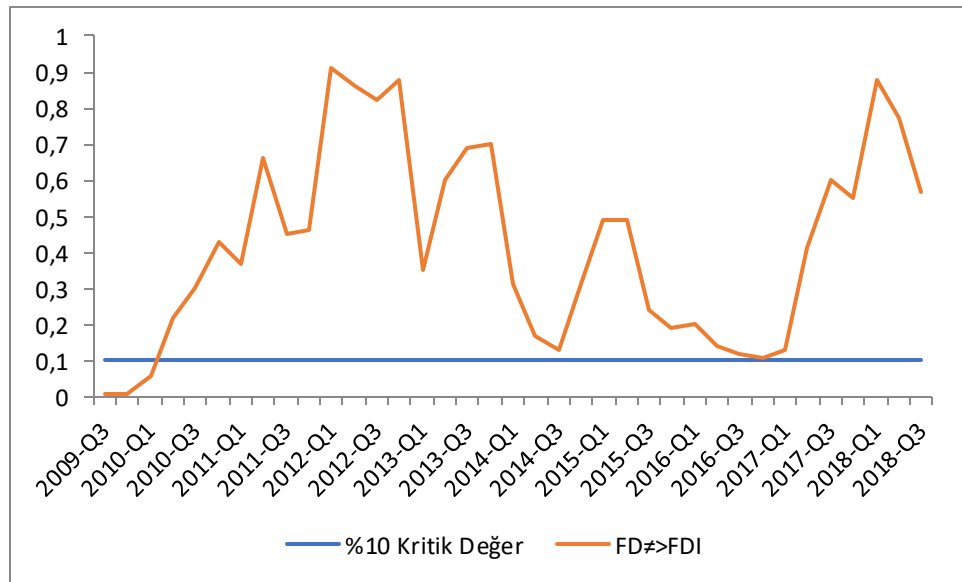
Not: (2.T-2p) serbestlik derecesi ile F tablo değeri yaklaşık olarak %1 (***) anlam seviyesi için 5.087, %5 (**) anlam seviyesi için 3.195, %10 (*) anlam seviyesi için 2.419'tir. 0 ve π aralığında yer alan her frekans alanı (ω_i) için.

Tablo 4.4'te Breitung ve Candelon tarafından geliştirilen frekans dağılımı analizi sonuçları verilmektedir. Analiz sonuçlarına Finansal gelişmeden doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru kısa, orta ve uzun dönemde nedensellik

bulunmamaktadır. Finansal istikrardan ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru kısa ve uzun dönemde nedensellik bulunmaktadır.

Elde edilen sonuçlar göstermektedir ki, yabancı sermaye yatırımları, finansal gelişmeye nispetle finansal istikrarın mevcudiyetine daha büyük önem vermektedir. Özellikle doğrudan yabancı yatırımlar hem kısa hem de uzun vadede finansal istikrarın ekonomide mevcut olmasına dikkat etmektedir.

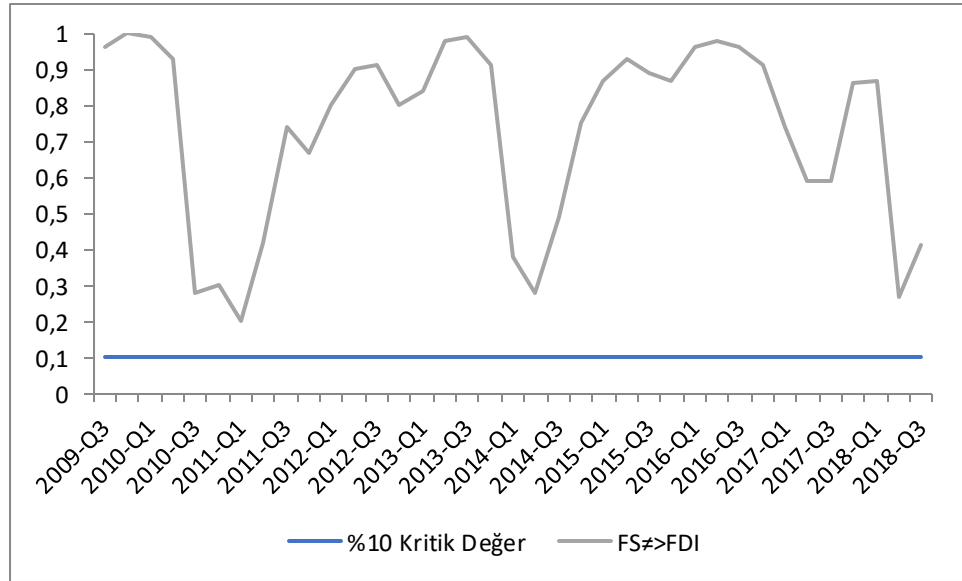
Grafik 4.1. Finansal Gelişmeden Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına Doğru Balçılar Vd. (2010) Kayan Pencere Nedensellik Test Sonuçları



Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Grafik 4.1’de finansal gelişmişliğin DYY’ler üzerindeki etkinliği test edilmektedir. Test sonuçlarına göre finansal gelişmeden doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru 2009 yılının 3. ve 4. çeyrekleri, 2010 yılının 1. çeyreğinde nedensellik bulunmaktadır. Benzer şekilde küresel finans krizi sonrasında finansal gelişmişlik DYY’ler için de önemli bir kriter haline gelmiş, fakat etkinliği kısa sürmüştür.

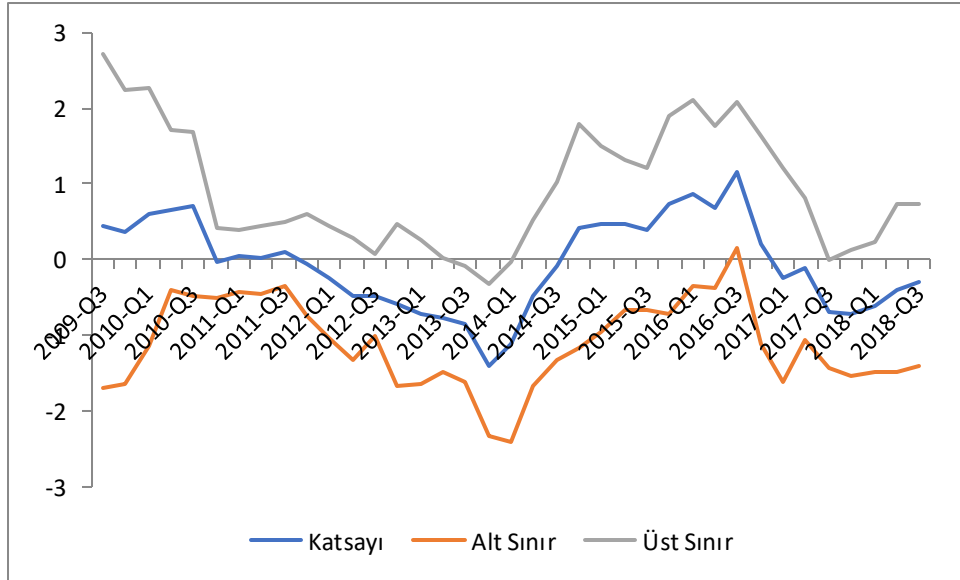
**Grafik 4.2. Finansal İstikrardan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına
Doğru Balçılar Vd. (2010) Kayan Pencere Nedensellik Test Sonuçları**



Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Grafik 4.2. finansal istikrarın DYY'ler üzerindeki etkisini göstermektedir. Bu sonuçlara göre finansal istikrardan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru hiçbir dönemde nedensellik bulunmamaktadır. Bu da benzer şekilde finansal istikrarın DYY'leri etkilemediğini göstermektedir.

**Grafik 4.3. Finansal Gelişmeden Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına
Doğru Balçılar Vd. (2010) Kayan Pencere Regresyon Test Sonuçları**



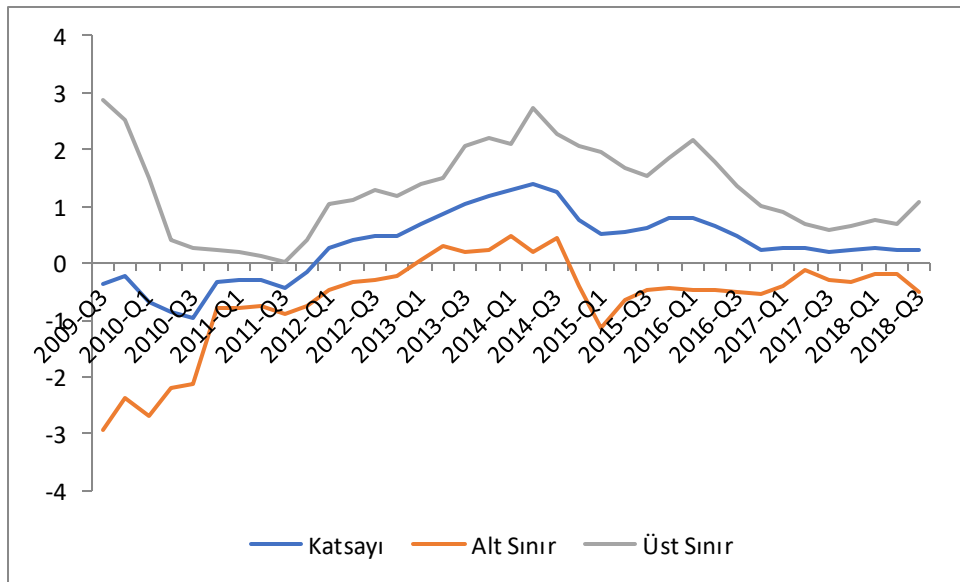
Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Doğrudan yabancı yatırımların finansal gelişme ve istikrarından ne derece etkilendiğini incelemek amacı ile uygulanan analiz sonuçları ise grafik 4.3 ve 4.4'te gösterilmektedir. Grafik 4.3'e göre 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren 2011 yılının üçüncü çeyreğine kadar (2010 yılının dördüncü çeyreği hariç) finansal gelişmenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi pozitifdir. Bu süre zarfında en düşük etki 2011 yılının ikinci çeyreği (0.013) ve en yüksek etki 2010 yılının üçüncü çeyreğinde (0.709) olarak gerçekleşmiştir.

2011 yılının dördüncü çeyreğinden 2014 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan dönemde finansal gelişmenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu süre zarfında en düşük etki 2011 yılının dördüncü çeyreği (0.045) ve en yüksek etki 2014 yılının birinci çeyreğinde (1.11042) olduğu tespit edilmiştir. 2014 yılının dördüncü çeyreğinden 2016 yılının dördüncü çeyreğine kadar olan dönemde finansal gelişmenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi pozitifdir. Bu süre zarfında en düşük etki 2016 yılının dördüncü çeyreği (0.203) ve en yüksek etki 2016 yılının üçüncü çeyreğinde (1.168) olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılının birinci çeyreğinden ampirik analiz periyodunun sonuna kadar olan dönemde finansal gelişmenin doğrudan yabancı sermaye

yatırımları üzerindeki etkisi negatiftir. Bu süre zarfında en düşük etki 2017 yılının ikinci çeyreği (0.108) ve en yüksek etki 2017 yılının dördüncü çeyreğinde (0.724) olarak gerçekleşmiştir. Böylece 2014 yılının birinci çeyreğinde ve 2016 yılının üçüncü çeyreğinde finansal gelişme doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde çarpan etkisi yaratmıştır. Bununla birlikte finansal gelişmenin DYY'ler üzerindeki etkisi konjonktürel olarak dalgalı bir seyir izlemiş, makroekonomik dalgalanmalardan etkilenmiştir.

Grafik 4.4. Finansal İstikrardan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına Doğru Balçılar Vd. (2010) Kayan Pencere Regresyon Test Sonuçları



Not: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Finansal istikrarın DYY üzerindeki etkinliğini gösteren katsayıya ait gidişat grafik 4.4'te gösterilmektedir. Buna göre 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren 2011 yılının dördüncü çeyreğine kadar finansal istikrarın doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi negatiftir. Bu süre zarfında en düşük etki 2011 yılının dördüncü çeyreği (0.157) ve en yüksek etki 2010 yılının üçüncü çeyreğinde (0.967) olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılının birinci çeyreğinden 2018 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan dönemde finansal istikrarın doğrudan yabancı sermaye

yatırımları üzerindeki etkisi pozitiftir. Bu süre zarfında en düşük etki 2017 yılının üçüncü çeyreği (0.1907) ve en yüksek etki 2014 yılının ikinci çeyreğinde (1.378) olarak gerçekleşmiştir. Böylece 2013 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren 2014 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan dönemde finansal istikrar doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde çarpan etkisi yaratmıştır.

4.4. Bölüm Değerlendirmesi

Bu bölümde DYY'lerin finansal gelişmişlik ve istikrardan ne derece etkilendiğini bulmak amacı ile ampirik model oluşturulmuş, modele dahil edilen veriler tanımlanmış ve son olarak da verilerin kaynakları hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra ekonometrik metodolojiler tanıtılmıştır.

Bölümün son kısmında ise uygulanan ekonometrik zaman serisi analizlerinin sonuçları verilmiş ve yorumlanmıştır. Bu analizler frekans alanı nedensellik analizi, kayan pencereler nedensellik ve regresyon analizleridir.

Frekans dağılımı nedensellik analizi sonuçları finansal gelişmişliğin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olmadığını gösterirken, finansal istikrarın özellikle uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımları etkilemektedir. Bununla birlikte kayan pencereler nedensellik analizi finansal istikrarın hiçbir dönemde doğrudan yabancı yatırımlarını etkilemediklerini göstermektedir.

Kayan pencereler regresyon analiz sonuçları ise finansal gelişmişliğin konjonktürel dalgalanmalara bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde negatif ve pozitif etkilere sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Finansal istikrar ise özellikle 2013 sonrası dönemde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu, katsayının bazı dönemlerde doğrudan yabancı yatırımlar için birin üzerine çıktığını göstermektedir. Bu finansal istikrardaki bir birimlik artışın doğrudan yabancı yatırımları bir birimden daha fazla etkileyeceği anlamına gelmektedir.

Sonuç olarak, finansal istikrarın da finansal gelişmişliğin de doğrudan yabancı sermaye girişı üzerinde etkili olduğu görölmektedir. Bununla birlikte 2013 sonrası dönemde doğrudan yabancı sermaye için de finansal istikrarın daha önemli hale geldiğini söylemek mümkündür. Finansal istikrarın sermaye girişı üzerindeki etkisinin finansal gelişmeye göre daha etkin olduğu gerçeği üzerine, finansal gelişmişliğin, gerek fon büyüklüklerinin gerekse araç çeşitliliğinin, finansal sermayenin yurtdışından ülkeye girmesi için yeni dönemde yeterli olmadığı, ekonominin düzenleyici ve denetleyici kurumlarının finansal istikrar için de çaba göstermesi gerektiğini göstermektedir.

SONUÇ

Yabancı sermaye girişi özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından büyümenin önemli bir unsurudur. Zira ekonomik büyüme için üretim fonksiyonundaki bir faktörün noksanlığı olumsuz etki yapacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde emek faktörü bolca bulunurken sermaye faktörü kıt olmaktadır. Bu kıtlığın temelinde sermaye birikiminin yetersiz olması ve bu birikimi tamamlayacak tasarruf oranlarının düşüklüğüdür. Bu açığı yabancı sermaye ile kapatmak isteyen ülkeler, sermayenin ekonomilerine girişini sağlamak ya da hızlandırmak için bir politika demeti uygulamaktadırlar.

Nitekim yabancı sermaye girişi farklı şekillerde olmaktadır. Bunlar portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Portföy yatırımları daha çok kısa vadeli ve ülkenin finansal piyasalarına yönelik olurken, doğrudan yabancı yatırımlar ekseriyetle uzun vadeli planlanmakta ve söz konusu ülkenin reel sektörüne yapılmaktadır.

Yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen geniş bir literatür bulunmaktadır. Bu çalışmalarda doğrudan yabancı sermaye girişinin genel olarak ülke ekonomisi üzerinde olumlu etkisi olduğu sonucuna ulaşılmış, pek az sayıdaki çalışmada bu etkinin varlığına ulaşılamamıştır. Bu etki net olsa da yabancı sermayenin bir ekonomiyi niçin seçtiği, ya da bir başka deyişle sermayenin neden ilgili ülkeyi seçtiği sorusunu yanıtlayan çalışmaların sonucu farklılık göstermektedir.

Literatürde yabancı sermaye girişlerini belirleyen faktörlerin neler olduğunu inceleyen çalışmalar çoğunlukla doğrudan yabancı yatırımlar üzerine odaklanmıştır. Bu çalışmalarda ekonomik büyüme, beşeri sermaye, ülkenin faktör verimliliği, üretim maliyetleri gibi değişkenler üzerine odaklanmış, çok az sayıdaki çalışma finansal veriler konusuna değinmiştir. Yapılan çalışmalarda ise ekonomik büyüme ve kişi başına düşen milli gelir değerlerinin yabancı sermaye girişlerini etkilediği ortak sonucuna ulaşılmıştır.

Yapılan çalışmalarda sınırlı sayıda finansal değişkeni ele alan çalışmalar finansal gelişmişliğin ya da son dönemde gündeme gelen finansal istikrar kavramlarını dikkate almamışlardır. Bu nedenle bu tez çalışmasında Türkiye ekonomisinde doğrudan yabancı sermaye girişlerinin finansal gelişmişliğin ve finansal istikrarın ne derece etkili olduğu ya da olması beklendiği sorusunun cevabı aranmıştır. Elde edilen sonuçların özellikle finansal sistemdeki yapılacak olası düzenlemeler ile doğrudan yabancı yatırımlarının miktarının artması sağlanabilecektir.

Bu amaçla, Türkiye ekonomisinin 2005 ile 2018 yılları arasında kalan dönemine ait veriler kullanılarak finansal gelişmişliğin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi ile finansal istikrarın doğrudan yabancı yatırımları üzerindeki etkisi çeşitli zaman serisi ekonometrisi yöntemleri kullanılarak incelenmiştir.

Elde edilen sonuçları şu şekilde yorumlamak mümkündür:

Öncelikle nedenselliğin kısa, orta ve uzun vadede nasıl hareket ettiğini test eden Breitung ve Candelon (2006) tarafından geliştirilen frekans dağılımı nedensellik testi uygulanmış ve finansal gelişmişliğin doğrudan yabancı sermaye üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Öte yandan finansal istikrar faktörünün hem kısa hem de uzun dönemde yabancı sermaye girişi üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Test sonuçlarına göre finansal gelişmeden doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru 2009 yılının 3. ve 4. çeyrekleri, 2010 yılının 1. çeyreğinde nedensellik bulunmaktadır. Küresel finans krizi sonrasında finansal gelişmişlik DYY'ler için de önemli bir kriter haline gelmiş, fakat etkinliği kısa sürmüştür. Ayrıca, sonuçlara göre finansal istikrardan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru hiçbir dönemde nedensellik bulunmamaktadır. Bu da benzer şekilde finansal istikrarın DYY'leri etkilemediğini göstermektedir. Nedensellik analizi sonuçları finansal gelişmenin yabancı sermaye girişlerinin finansal gelişmeden daha fazla etkilendiğini göstermektedir.

Son olarak, yine Balcılar vd. (2011) tarafından geliştirilen kayan pencereler regresyon metodu uygulanmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır:

Doğrudan yabancı yatırımların finansal gelişme ve istikrarından ne derece etkilendiğini incelemek amacı ile uygulanan analiz sonuçlarına göre 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren 2011 yılının üçüncü çeyreğine kadar (2010 yılının dördüncü çeyreği hariç) finansal gelişmenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi pozitifdir. Bu süre zarfında en düşük etki 2011 yılının ikinci çeyreği (0.013) ve en yüksek etki 2010 yılının üçüncü çeyreğinde (0.709) olarak gerçekleşmiştir. 2011 yılının dördüncü çeyreğinden 2014 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan dönemde finansal gelişmenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu süre zarfında en düşük etki 2011 yılının dördüncü çeyreği (0.045) ve en yüksek etki 2014 yılının birinci çeyreğinde (1.11042) olduğu tespit edilmiştir.

2014 yılının dördüncü çeyreğinden 2016 yılının dördüncü çeyreğine kadar olan dönemde finansal gelişmenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi pozitifdir. Bu süre zarfında en düşük etki 2016 yılının dördüncü çeyreği (0.203) ve en yüksek etki 2016 yılının üçüncü çeyreğinde (1.168) olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılının birinci çeyreğinden ampirik analiz periyodunun sonuna kadar olan dönemde finansal gelişmenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi negatiftir. Bu süre zarfında en düşük etki 2017 yılının ikinci çeyreği (0.108) ve en yüksek etki 2017 yılının dördüncü çeyreğinde (0.724) olarak gerçekleşmiştir. Böylece 2014 yılının birinci çeyreğinde ve 2016 yılının üçüncü çeyreğinde finansal gelişme doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde çarpan etkisi yaratmıştır. Bununla birlikte finansal gelişmenin DYY'ler üzerindeki etkisi konjonktürel olarak dalgalı bir seyir izlemiş, makroekonomik dalgalanmalardan etkilenmiştir.

Finansal istikrarın DYY üzerindeki etkinliğini gösteren katsayı elde edilmiştir. Buna göre 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren 2011 yılının dördüncü çeyreğine kadar finansal istikrarın doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi negatiftir. Bu süre zarfında en düşük etki 2011 yılının dördüncü çeyreği (0.157) ve en yüksek etki 2010 yılının üçüncü çeyreğinde (0.967) olarak gerçekleşmiştir. 2012

yılının birinci çeyreğinden 2018 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan dönemde finansal istikrarın doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi pozitifdir. Bu süre zarfında en düşük etki 2017 yılının üçüncü çeyreği (0.1907) ve en yüksek etki 2014 yılının ikinci çeyreğinde (1.378) olarak gerçekleşmiştir. Böylece 2013 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren 2014 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan dönemde finansal istikrar doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde çarpan etkisi yaratmıştır.

Sonuç olarak, finansal istikrarın da finansal gelişmişliğin de yabancı sermaye girişi üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Bununla birlikte 2013 sonrası dönemde yabancı sermaye için finansal istikrarın daha önemli hale geldiğini söylemek mümkündür. Finansal istikrarın sermaye girişi üzerindeki etkisinin finansal gelişmeye göre daha etkin olduğu gerçeği üzerine, finansal gelişmişliğin, gerek fon büyüklüklerinin gerekse araç çeşitliliğinin, finansal sermayenin yurtdışından ülkeye girmesi için yeni dönemde yeterli olmadığı, ekonominin düzenleyici ve denetleyici kurumlarının finansal istikrar için de çaba göstermesi gerektiğini göstermektedir.

KAYNAKÇA

- Abdulghader, A. (2014). The impact of foreign direct investment (FDI) on economic growth in Algeria. Czech University of Life Sciences Faculty of Economics and Management Dissertation Thesis.
- Afşar, A. (2007). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki. Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 36.
- Afşar, M. (2006). Finansal Sistem ve İşleyişi. Eskişehir, 2006.
- Ak, M. Z., Altıntaş, N. ve Akpolat, A. G. (2013). Does Net Interest Margin Affect Economic Growth?: A Panel Data Approach. International Research Journal of Finance and Economics 109 (2013): 137.
- Akdiş, M. (1985). Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler. YASED Yayınları, 1985.
- Akısoğlu, B. (2013). Portföy Yatırımı İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara Ocak, 2013.
- Aktaş, C. (2011). Finansal İstikrar Analizi Bağlamında Türkiye İçin Finansal İstikrar Endeksi Önerisi. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Allen, W. A. ve Wood, G. (2006). Defining and Achieving Financial Stability, Journal of Financial Stability, Vol. 2, Issue. 2, ss. 152-172
- Ang, J. B. (2008). Determinants of Foreign Direct Investment in Malaysia. Journal of Policy Modeling, 30, ss.185–189.
- Aras, G., Müslümov A. (2003). Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye. KYD, İstanbul.

- Aydın, M. ve Malcıoğlu, G. (2016). Financial Development and Economic Growth Relationship: The Case Of Oecd Countries. *Journal of Applied Research in Finance and Economics*, 2 (1), ss. 1-7.
- Aydın, M. K., Ak, M. Z. Ve Altıntaş, N. (2013). Çevre Ülkelerinde Finansal Gelişme ile Büyüme Arasındaki İlişki: Panel Veri Analizi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 31 (2).
- Bal, H. ve Akça, E. (2016). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri: Seçilmiş Doğu Asya ve Pasifik Ülkelerinden Ampirik Bulgular. *Sosyoekonomi*, 24 (30), 91-112.
- Balcılar, M., Özdemir, Z.A. ve Arslantürk, Ö. (2010). Economic Growth and Energy Consumption Causal Nexus a Viewed Through a Bootstrap Rolling Window. *Energy Economics*, 32, 1398-1410
- Bastürk, H. (1999). Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Yapılanmaları, Yeterlilik Etüdü. Sermaye Piyasası Kurulu, 75 (9), 23 – 36.
- Bayar, Y. ve Kılıç, C. (2014). Effects of Sovereign Credit Ratings on Foreign Direct Investment Inflows: Evidence from Turkey. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4 (2), 91-109.
- Beck, T. ve Levine, R. (2004). Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28 (3), 423-442.
- Berköz, L ve Türk, S. S. (2007). Yabancı Yatırımların Yer Seçimini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği. *İtü dergisi Mimarlık, Planlama, Tasarım*, 6 (2), ss. 59–72.
- Bevan, A. ve Estrin, S. (2004). The Determinants of Foreign Direct Investment into European Transition Economies. *Journal of Comparative Economics*, 32, ss. 775–787.
- BIS. (2009). *Handbook on Securities Statistics. Part 1: Debt Securities Issues*. Basel.

- Borio, C. ve Drehmann, M. (2009). Towards an Operational Framework for Financial Stability: "Fuzzy" Measurement and Its Consequences, BIS Working Papers, No. 284
- Bozoklu, Ş. ve Veli Y. (2013). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte olan Ekonomiler için Analiz. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 28 (2), ss. 161 – 187.
- Breitung, J., ve Candelon, B. (2006). Testing for Short-and Long-run Causality: A Frequency-Domain Approach. Journal of Econometrics, 132 (2), ss. 363-378.
- Calderón, C. ve Lin L. (2003). The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth. Journal of Development Economics, 72 (1), ss. 321-334.
- Canbaş, A. ve Doğukanlı, H. (1997). Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar, Sermaye Pazarı Analizleri. Beta Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Cheung, Y-W., Lai, K. (1995). Lag Order And Critical Values of the Augmented Dickey-Fuller Test. Journal of Business and Economics Statistics, 13 (3), ss. 277-281.
- Ciner, C. (2011). Eurocurrency Interest Rate Linkages: A Frequency Domain Analysis. International Review of Economics and Finance, 20 (4), ss. 498-505.
- Coşkun, R. (2001). Determinants of Direct Foreign Investment in Turkey. European Business Review, 13 (4), ss. 221–226.
- Çetinkaya, M. (2004). Türkiye Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımının Önemi, Yayınlanmamış, Doktora Tezi, Konya.
- Çinko, L. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri. Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 16(1).
- Çütçü, İ. ve Kan, E. (2018). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği. Sakarya İktisat Dergisi, 7 (3), 1 -21.

- De Gregorio, J. ve Guidotti P. E. (1995). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, 23 (3), ss. 433-448.
- Dickey, D. A. ve Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74, ss. 427-431.
- Dickey, D. A. ve Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica*, 49, ss. 1057-1072.
- Doğan Ç. Z. ve Kurt Ü. (2018). Türkiye Ekonomisinde Finansal İstikrar ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. *Social Science Development Journal*, 3, ss.414-423.
- Doğruel, S. (1989). Ekonomik Büyüme ve Yabancı Sermaye, Türkiye’de 1980 Sonrası Bir Değerlendirme. *Maliye Yazıları*, Temmuz-Aralık Sayısı, 19-21.
- Dunning, J.H. (1981). Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 117, ss. 30–64.
- Ekinci, A. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması 1980-2010. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Ekim, 2011, 6(2), ss. 71-96.
- El-Fergani, S. A. (2004). Globalization and Developed Countries: Case of FDI (in Arabic). Tripoli: The National Bureau of Research and Development.
- Erdal, F. ve Tatoğlu, E. (2002). Locational Determinants of Foreign Direct Investment in An Emerging Market Economy: Evidence From Turkey. *Multinational Business Review*, 10 (1), ss. 1–7.
- Gadanecz, B. ve Jayaram, K. (2008). Measures Of Financial Stability – A Review , Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, IFC Bulletin No 31, ss. 365-383

- Geweke, J. (1982). Measurement of linear dependence and feedback between multiple time series. *Journal of the American statistical association*, 77(378), 304-313.
- Güloğlu, B. (2009). Doğrusal Zaman Serileri Analizi Yayınlanmamış Ders Notları, Pamukkale Üniversitesi, Ekonomi Yaz Seminerleri.
- Hosoya, M., ve Yamada, Y. (1991). On Some Nonlinear Wave Equations II: Global Existence and Energy Decay of Solutions. *Journal of the Faculty of Science, the University of Tokyo. Sect. 1 A*, 38(2), 239-250.
- IMF (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual. (Sixth Edition)*. Washington D.C.
- İnançlı, S., Altıntaş, N. ve İnal, V. (2016). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: D8 Örneği. *Kastamonu Üniversitesi İİBF Dergisi*, 14, 36 – 49.
- Janicki, H. P. ve Wunnava, P. V. (2004). Determinants of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from EU Accession Candidates. *Applied Economics*, 36, ss. 505–509.
- Kanlı, İ.B. ve Barlas, Y. (2012). Kredi Notunun “Yatırım Yapılabilir” Seviyeye Yükselmesi: Öncesi ve Sonrasındaki Eğilimler. *İktisat İşletme Finans*, 27 (319).
- Kar, M. ve Günay E. (2004). Finansal İstikrarın Temel Koşulları. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(487), ss. 50-69.
- Kar, M. ve TATLISÖZ, F. (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *KMU İİBF Dergisi*, 10 (14), ss. 1-23.
- Karagöz, K. (2007). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: 1970:2005. *Journal of Yasar University*. 2(8), ss. 927-948.
- Karluk, S. R. (1993). *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları*, Taştan Matbaası, İstanbul Temmuz 1993.

- Kazgan, G. (1988). *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*. Altın Kitaplar Yayınevi, 2. B İstanbul, 1988.
- King, R. Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3).
- MacKinnon, J. G. (1991). *Critical Values For Cointegration Tests in Long-Run Economic Relationships*. New York Oxford University Press.
- MacKinnon, J. G. (1996). Numerical Distribution Functions for Unit Root and Cointegration Tests. *Journal of Applied Econometrics*, 11, ss. 601–618.
- Mishkin, F. (2000). *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*. NBER Working Papers.
- Nunnenkamp, P. (2002). Determinants of FDI in Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of the Game. *Kiel Working Paper*, No.1122, ss.1–44.
- Nur, H. B. ve Dilber, İ. (2017). Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Temel Unsurlar. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32 (2), ss. 15 – 45.
- OECD (2008). *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment Fourth Edition*.
- Onyeiwu, S. and Hemanta, S. (2004). Determinants of Foreign Direct Investment in Africa. *Journal of Developing Societies*, 20 (12), ss. 90–106.
- Özcan, B. Ve Arı, A. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 12/2010: ss. 65-88.
- Root, F. ve Ahmed, A. (1979). Empirical Determinants of Manufacturing Direct Foreign Investment Developing Countries. *Economic Development and Cultural Change*. 27, ss. 751–767.

- Rosengren, E. (2011). Defining Financial Stability, and Some Policy Implications of Applying the Definition, Keynote Remarks at the Stanford Finance Forum, ss.1-28.
- Rosenstein – Rodan, P.N. (1961). International Aid For Underdeveloped Countries. Center For International Studies. Massachusetts Institute of Technology, Cambridge.
- Schinasi, G. J. (2004). Defining Financial Stability, IMF Working Paper, No. 04/187.
- Sever, E. Ve Demir, M. (2007). Türkiye’de Bütçe Açığı ile Cari Açık Arasındaki İlişkilerin VAR Analizi ile İncelenmesi. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, 2 (1), ss. 47-64.
- Seyidoğlu, H. (1999). Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama, 13. Baskı, Kurtiş Matbaası, İstanbul.
- Şahin, D. Apec Ülkelerinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri. Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8(2), 415-430.
- The Arab Investment and Export Credit Guarantee Corporation, 2006.
- Uludağ, İ. ve Arıcan, E. (1999) Finansal Hizmetler Ekonomisi. Beta Basın Yayın Dağıtım, İstanbul.
- United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, (2010). World Investment Report: the world investment prospect survey 2010-2012.
- United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, (2008): World Investment Report: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge.
- United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, (2007). World Investment Report: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development.
- Uras, T. G. (1979). Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları. Form Matbaası, İstanbul.

- Xose, R. ve Pallas, J. (2008). Determinants of Foreign Direct Investment in Spain. *Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, 40(19), ss. 2443-2450.
- YASED (1983). Dış Ülkelerde Yabancı Sermaye Tecrübesi. Seminer 1, Öztürk Matbaası, İstanbul.
- YASED. (1988). Ekonomide Yabancı Sermayenin Yeri ve Önemi, İstanbul, 1988 yılı programı, Resmi Gazete, 28.02.1988.
- Yetiz, F. (2008). Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Türk Finans Sistemi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yılmaz, M. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Dış Ticaret ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Deneme. Celal Bayar Üniversitesi SBE Dergisi, 8 (1).
- Yol M. A. ve Teng, N. T. (2009). Estimating the Domestic Determinants of Foreign Direct Investment Flows in Malaysia: Evidence from Cointegration and Error-Correction Model. *Jurnal Pengurusan*, 28, 2009, ss.3-22.
- Yorulmaz, F. (2006). Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye. Ekonomisine Etkileri. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.