

T.C  
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
2022-DR-178

**DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE  
PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK ETKİLERİ:  
SEÇİLMİŞ GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER  
ÜZERİNE BİR ANALİZ**

**HAZIRLAYAN**  
**Derya TÛTÛNCÛ HASBİ**

**TEZ DANIŞMANI**  
**Dr. Öğr. Üyesi Umut EVLİMOĞLU**

**AYDIN-2022**

**T.C.**  
**AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**  
**AYDIN**

İktisat Anabilim Dalı Dalı Yüksek Lisans Programı öğrencisi Derya TÜTÜNCÜ HASBİ tarafından hazırlanan “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımlarının Ekonomik Etkileri: Seçilmiş Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Analiz” başlıklı tez, .....tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

	<b>Unvanı, Adı Soyadı</b>	<b>Kurumu</b>	<b>İmzası</b>
<b>Başkan</b>			
<b>Üye</b>			
<b>Üye</b>			
<b>Üye</b>			
<b>Üye</b>			

Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu Yüksek Lisans tezi, Enstitü Yönetim Kurulunun .....sayılı kararıyla .....(Tarih) tarihinde onaylanmıştır.

Prof. Dr. Ahmet Can BAKKALCI

Enstitü Müdürü

**T.C.**  
**AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**  
**AYDIN**

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz bir şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

.../.../2022

Derya TÜTÜNCÜ HASBİ

## ÖZET

### DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE PORTFÖY YATIRIMLARININ EKONOMİK ETKİLERİ: SEÇİLMİŞ GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR ANALİZ

Derya TÛTÛNCÛ HASBİ

Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Umut EVLİMOĞLU

2022, XIX+221 Sayfa

1980 yılı sonrası finansal küreselleşme akımı ile birlikte, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları, dünya genelinde büyüme göstermiştir. Söz konusu yıllarda yabancı yatırımlar, gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu üretim faktörlerinden ve yer altı kaynaklarından faydalanmak amacıyla gelişmiş ülkelere diğer ülkelere doğru gerçekleşmekteydi. 2000'li yıllarda ise bu yatırımlar gelişmiş ülkeler tarafından da yoğun olarak talep edilmeye başlamıştır.

Literatür incelendiğinde, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının etkilerinin birlikte çok fazla incelenmediği görülmektedir. Bu çalışmanın amacı, yabancı yatırımların (doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları), gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine olan etkilerini ortaya koymaktır.

Çalışma kapsamında analize konu olan 15 gelişmiş ülke ve 15 gelişmekte olan ülkenin, 1993-2018 yılları arasındaki ekonomik verileri incelenmiştir. Çalışma panel veri analiz yöntemini kullanarak gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde pozitif etkileri saptanmıştır. Diğer yandan portföy yatırımlarının ise seçilen değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi görülmemiştir.

**ANAHTAR SÖZCÜKLER:** Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Portföy Yatırımları, Ekonomik Büyüme, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler.

## ABSTRACT

### THE ECONOMIC EFFECTS OF FOREIGN DIRECT CAPITAL INVESTMENTS AND PORTFOLIO INVESTMENTS: AN ANALYSIS ON THE CHOSEN DEVELOPED AND DEVELOPING COUNTRIES

Derya TÖTÖNCÖ HASBI

Phd Thesis at Economics

Supervisor: Dr. Umut EVLİMOĞLU

2022, XIX + 221 Pages

With the financial globalization trend after 1980, foreign direct investment and portfolio investments have grown worldwide. In those years, foreign investments were made from developed countries to other countries in order to benefit from the production factors and underground resources of the developing countries. In the 2000s, these investments started to be demanded by developed countries.

However, it is seen that the effects of foreign direct investment and portfolio investments on both developed and developing countries economies are not frequently examined together in the literature. The aim of this study, foreign investment( foreign direct investment and foreign portfolio investment) is to demonstrate the effects of advanced and emerging economies.

In the study, the economic data of the economies of 15 developed and 15 developing countries, which will be subject to the analysis, between 1993 and 2018 were examined. The study was carried out using the panel data analysis method. As a result of the analysis, the positive effects of foreign direct investments on the economies of developed and developing countries were determined. On the other hand, portfolio investments did not have any effect on the selected variables.

**KEYWORDS:** Foreign Direct Investment, Portfolio Investment, Economic Growth, Developed Countries, Developing Countries

## ÖNSÖZ

Finansal liberalizasyonun yaygınlaşmaya başlaması, uluslararası ekonomik sınırların kalkmasını sağlamıştır. Bu durum doğrudan yabancı sermaye hareketleri ve yabancı portföy yatırımlarının önemini arttırmıştır. 1980’li yıllarda yalnızca gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşen yabancı yatırımlar, son yıllarda gelişmiş ülkeler tarafından da talep görmektedir. Literatürde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve uluslararası portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerini inceleyen birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmayı farklı kılan ise, yabancı yatırımların, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerindeki etkilerinin ayrı ayrı analiz edilmesidir.

Öncelikle çalışmam süresince her aşamada beni destekleyen, yönlendiren ve birlikte çalışmaktan büyük mutluluk duyduğum, değerli danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Umut EVLİMOĞLU başta olmak üzere, tezimi yakından takip eden ve yapıcı görüşlerini esirgemeyen Prof. Dr. Osman PEKER’e, Doç. Dr. Şansel ÖZPINAR’a ve Doç. Dr. Funda FONDUR’a akademik desteklerinden dolayı teşekkürlerimi sunarım.

Hayatımın her alanında koşulsuz desteklerini hissettiğim sevgili annem Güler TÜTÜNCÜ ve babam Alpay TÜTÜNCÜ’ye teşekkürü bir borç bilirim. Bu zorlu süreçte yanımda olan motivasyonumu sonsuz sevgileri ile arttıran değerli eşim Fatih HASBİ’ye ve annesi olmaktan gurur duyduğum oğlum Aden HASBİ’ye sonsuz teşekkür ederim. Benden manevi desteğini esirgemeyen arkadaşlarım Begüm SAYGI, Burcu FİLİZ ve Emine DEMİR’e teşekkür ederim. İyiki varsınız.

Derya TÜTÜNCÜ HASBİ

# İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iii
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI.....	iv
ÖZET .....	v
ABSTRACT .....	vi
ÖNSÖZ.....	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	xiii
TABLolar DİZİNİ.....	xiv
GRAFİKLER DİZİNİ .....	xvii
KISALTMALAR DİZİNİ .....	xviii
GİRİŞ.....	1
<b>1. BÖLÜM</b> .....	6
1. FİNANSAL LİBERALİZASYON VE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ.....	6
1.1. Finansal Liberalizasyon .....	6
1.1.1. Finansal Liberalizasyona Yönelik Teorik Yaklaşımlar .....	8
1.1.1.1. McKinnon-Shaw hipotezi .....	8
1.1.1.2. Yapısalcı yaklaşım .....	11
1.1.1.3. Neo-Keynesyen yaklaşım.....	13
1.1.1.4. Post-Keynesyen yaklaşım .....	14
1.2. Yabancı Sermaye Hareketleri .....	16
1.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları .....	18
1.2.1.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının tarihsel gelişimi .....	19
1.2.1.2. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları türleri .....	22
1.2.1.3. Tam rekabet piyasası varsayımına dayanan doğrudan yabancı sermaye yatırımları türleri .....	30
1.2.1.4. Eksik rekabet piyasası varsayımına dayanan doğrudan yabancı sermaye yatırımları teorileri.....	34
1.2.1.5. Diğer doğrudan yabancı sermaye yatırımları teorileri .....	45

1.2.1.6. Doğrudan yabancı sermaye kararını kaynak ülke açısından etkileyen faktörler .....	50
1.3. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Endeksleri.....	60
1.3.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı performans endeksi .....	60
1.3.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Potansiyel Endeksi.....	61
1.4. Uluslararası Portföy Yatırımları .....	62
1.4.1. Uluslararası Portföy Yatırımları Kapsamı .....	62
1.4.2. Uluslararası Portföy Yatırım Araçları .....	64
1.4.3. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri .....	65
1.4.4. Uluslararası Portföy Yatırımı Süreci .....	67
1.4.5. Uluslararası Portföy Yatırımları Teorileri .....	68
1.4.5.1. Geleneksel portföy yatırımı teoremi .....	68
1.4.5.2. Modern portföy yatırımı teoremi.....	69
1.4.5.3. Sermaye varlıklarını fiyatlama teoremi (CAPM).....	71
1.4.5.4. Arbitraj fiyatlama teoremi (APT).....	72
1.4.5.5. Etkin piyasa teoremi.....	72
1.5. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımları Arasındaki Farklar	73
1.6. Büyüme Teorilerinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Uluslararası Portföy Yatırımları .....	75
<b>2. BÖLÜM</b> .....	81
<b>2. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE PORTFÖY YATIRIMLARININ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ</b> .....	81
2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ev Sahibi Ülke Ekonomisine Etkileri..	81
2.1.1. Milli Gelir, Ekonomik Büyüme ve Kalkınma Etkisi .....	82
2.1.2. İstihdam ve Ücretlere Etkisi .....	85
2.1.2.1. İstihdama nicel etkileri .....	89
2.1.2.2. İstihdama nitel etkileri.....	90
2.1.3. Ödemeler Bilançosuna Etkisi .....	92



2.1.4. Teknoloji Transferi ve Verimliliğe Etkisi.....	94
2.1.5. Rekabete Etkisi .....	97
2.1.6. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Olumsuz Etkileri.....	99
2.2. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Ev Sahibi Ülkeye Etkileri.....	101
2.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik DYSY ve Uluslararası Portföy Yatırımları .....	103
2.4. Gelişmiş Ülkeler .....	107
2.4.1. Gelişmiş Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri.....	108
2.4.2. Gelişmiş Ülkelere Yönelik DYSY Girişleri .....	112
2.4.3. Gelişmiş Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları.....	115
2.5. Gelişmekte Olan Ülkeler .....	117
2.5.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri.....	117
2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik DYSY Girişleri .....	123
2.5.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları .....	127
<b>3. BÖLÜM</b> .....	130
<b>3. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE PORTFÖY YATIRIMLARININ BÜYÜME VE İŞSİZLİĞE ETKİSİNİN AMPİRİK AÇIDAN İNCELENMESİ</b> .....	130
3.1. Ampirik Literatür .....	130
3.2. Ekonometrik Yöntem.....	141
3.2.1. Yatay Kesit Bağımlılığı (YKB).....	141
3.2.2. Birim Kök Testi .....	143
3.2.3. Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenliğinin Test Edilmesi .....	145
3.2.4. Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Eş Bütünleşme Testi.....	146
3.2.5. Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayılarının Tahmin Edilmesi .....	147
3.3. Seçilmiş Gelişmiş ve Gelişmiş Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Etkileri.....	148
3.3.1. Gelişmiş Ülkelere Etkilerinin Ekonometrik Analizi.....	148
3.3.1.1. Veri seti, model ve yöntem .....	149

3.3.1.2. Yatay kesit bağımlılığı .....	150
3.3.1.3. Birim kök testi .....	151
3.3.1.4. Eş bütünleşme katsayılarının homojenliğinin test edilmesi .....	157
3.4.1.5. Çoklu yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testi .....	157
3.3.1.6. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesi .....	159
3.3.2. Gelişmekte Olan Ükelere Etkilerinin Ekonometrik Analizi .....	161
3.3.2.1. Veri seti, model ve yöntem .....	161
3.3.2.2. Yatay kesit bağımlılığı .....	163
3.3.2.3. Birim kök testi .....	164
3.3.2.4. Eş bütünleşme katsayılarının homojenlik testi .....	168
3.3.2.5. Çoklu yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testi .....	169
3.3.2.6. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesi .....	171
3.4. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İşsizliğe Etkilerinin İncelenmesi .....	171
3.4.1. Gelişmiş Ükelere Etkilerinin Ekonometrik Analizi .....	172
3.4.1.1. Veri seti model ve yöntem .....	172
3.4.1.2. Yatay kesit bağımlılığı .....	173
3.4.1.3. Birim kök testi .....	173
3.4.1.4. Eş bütünleşme katsayılarının homojenliğinin test edilmesi .....	178
3.4.1.5. Çoklu yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testi .....	178
3.4.1.6. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesi .....	179
3.4.2. Gelişmekte Olan Ükelere Etkilerinin Ekonometrik Analizi .....	180
3.4.2.1. Veri seti model ve yöntem .....	180
3.4.2.2. Yatay kesit bağımlılığı .....	181
3.4.2.3. Birim kök testi .....	182
3.4.2.4. Eş bütünleşme katsayılarının homojenliğinin test edilmesi .....	185
3.4.2.5. Yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testi .....	185
3.4.2.6. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesi .....	186

<b>4. TARTIŞMA VE SONUÇ</b> .....	189
<b>5. KAYNAKLAR</b> .....	195
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	221



## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. McKinnon-Shaw Hipotezi Faiz Oranı Sınırlamalarının Tasarruf ve Yatırımlara Etkisi .....	9
Şekil 1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri.....	17
Şekil 1.3. Yatırımın İşletmedeki Payına Göre DYSY .....	23
Şekil 1.4. Yapılan Yatırımın Yeni İşletme Yaratmasına Göre DYSY .....	25
Şekil 1.5. Yatırımın Amacına Göre DYSY .....	28
Şekil 1.6. Yatırımcı Ülke ve Ev Sahibi Ülke Ürün Yaşam Devreleri .....	42
Şekil 1.7. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımında Bulunacak Yatırımcının Ev Sahibi Ülkedeki Politik ve Ekonomik Risk Tercihleri.....	57

## TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması.....	22
Tablo 1.2. DYSY Türleri Açısından Ekliktik Teorisi .....	40
Tablo 1.3. Doğrudan Yabancı Sermaye Kararını Kaynak Ülke Açısından Etkileyen Faktörler.....	51
Tablo 1.4. Politik Riskin Kaynakları.....	58
Tablo 2.1. DYSY'nin Ev Sahibi Ülkeye Etkileri .....	81
Tablo 2.2. Gerçekleşme Şekillerine Göre DYSY'lerin İstihdama Etkileri .....	87
Tablo 2.3. DYSY'nin İstihdama Doğrudan ve Dolaylı Etkileri .....	88
Tablo 2.4. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%) ...	108
Tablo 2.5. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerin İşsizlik Oranları (%) .....	110
Tablo 2.6. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) (%).....	111
Tablo 2.7. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelere Yönelik DYSY Girişleri.	113
Tablo 2.8. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları (Milyar Dolar).....	115
Tablo 2.9. 2007-2019 Yılları Arası Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları (%) .....	118
Tablo 2.10. 2007-2019 Yılları Arası Gelişmekte Olan Ülkelerin İşsizlik Oranları (%) .....	120
Tablo 2.11. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerin Tüketici Fiyat Endeksleri (TÜFE) (%) .....	122
Tablo 2.12. 2007- 2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelere DYSY Girişleri (Milyar Dolar).....	124
Tablo 2.13. 2007- 2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımı Girişleri (Milyon Dolar).....	128
Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyümeye Etkisini Kapsayan Literatür Özeti	131
Tablo 3.2. DYSY'nın İşsizliğe Etkilerini Kapsayan Literatür Özeti.....	139
Tablo 3.3. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları.....	149
Tablo 3.4. Gelişmiş Ülkelerde Yatay Kesit Bağımlılığı Testi.....	150
Tablo 3.5. Gelişmiş Ülkelerde Büyüme (Lngdp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	152

Tablo 3.6. Gelişmiş Ülkelerde DYSY (Lnfdi) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	153
Tablo 3.7. Gelişmiş Ülkelerde Uluslararası Portföy Yatırımı (Lnportf) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	154
Tablo 3.8. Gelişmiş Ülkelerde Faiz Oranı (Int) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	155
Tablo 3.9. Gelişmiş Ülkelerde Döviz Kuru (Exc) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	156
Tablo 3.10. Gelişmiş Ülkeler İçin Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenlik Testi.....	157
Tablo 3.11. Gelişmiş Ülkeler İçin Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Eş Bütünleşme Testi.....	157
Tablo 3.12. Gelişmiş Ülkelerin Yapısal Kırılma Tarihleri .....	158
Tablo 3.13. Gelişmiş Ülkelerin Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayıları .....	159
Tablo 3.14. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları.....	162
Tablo 3.15. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yatay Kesit Bağımlılığı Testi .....	163
Tablo 3.16. Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme (Lngdp) Değişkenine Ait Cadf Panel Birim Kök Testi .....	164
Tablo 3.17. Gelişmekte Olan Ülkelerin DYSY (Lnfdi) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	165
Tablo 3.18. Gelişmekte Olan Ülkelerin Uluslararası Portföy Yatırımları (Lnportf) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	166
Tablo 3.19. Gelişmekte Olan Ülkelerin Faiz Oranı (Int) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	167
Tablo 3.20. Gelişmekte Olan Ülkelerin Döviz Kuru (Exc) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	168
Tablo 3.21. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenlik Testi .....	169
Tablo 3.22. Gelişmekte Olan Ülkelerin Çoklu Yapısal Kırılmalı Eş Bütünleşme Testi.....	169
Tablo 3.23. Gelişmekte Olan Ülkeler Yapısal Kırılma Tarihleri .....	170
Tablo 3.24. Gelişmekte Olan Ülkelerin Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayıları.....	171
Tablo 3.25. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları.....	173
Tablo 3.26. Gelişmiş Ülkeler İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi .....	174

Tablo 3.27. Gelişmiş Ülkelerde İşsizlik (Unemp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	175
Tablo 3.28. Gelişmiş Ülkelerde DYSY (Lnfdi) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	176
Tablo 3.29. Gelişmiş Ülkelerin Büyüme (Lngdp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	177
Tablo 3.30. Gelişmiş Ülkeler İçin Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenlik Testi.....	178
Tablo 3.31. Gelişmiş Ülkeler İçin Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Eş Bütünleşme Testi....	178
Tablo 3.32. Gelişmiş Ülkelerin Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayıları .....	179
Tablo 3.33. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları.....	181
Tablo 3.34. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi .....	181
Tablo 3.35. Gelişmekte Olan Ülkelerde İşsizlik (Unemp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	182
Tablo 3.36. Gelişmekte Olan Ülkelerde DYSY Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	183
Tablo 3.37. Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme (Lngdp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi .....	184
Tablo 3.38. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenlik Testi .....	185
Tablo 3.39. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Testi...	186
Tablo 3.40. Gelişmekte Olan Ülkelerin Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayıları.....	187

## GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 2.1. 2014-2018 Yılları Arası Dünya Ekonomisinde Sermaye Yatırımı Türlerinin Dağılımı (GSYİH Oranı).....	104
Grafik 2.2. 2007-2019 Yılları Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ükelere DYSY Girişleri (Milyar Dolar).....	105
Grafik 2.3. 2007-2019 Yılları Arası DYSY Çıkışları (Milyar Dolar).....	106





## KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AMG	: Augment Mean Group Estimator
APT	: Arbitraj Fiyatlama Teoremi
Ar-Ge	: Araştırma geliştirme
CADF	: Cross-Sectionally Augmented Dickey Fuller
CAMP	: Sermaye Varlıkları Fiyatlama Teoremi
CCE	: Common Correlated Effects
CCEMG	: Common Corelated Effects Mean Group
CCEP	: Common Corelated Effects Pooled
CDLM	: Cross-Section Dependence
CIPS	: Cross Sectionally IPS
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirket
DYSY	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
EKK	: En Küçük Kareler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gari Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IND	: Endeks
LM	: Lagrange Multiplier
LMadj	: Lagrange Multiplier Adjusted
MADF	: Multivariate Augmented Dickey Fuller
OECD	: Organization of Economic Co-operation and Development
PANKPSS	: Panel Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin
SURADF	: Series-Specific Augmented Dickey Fuller
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi

UNCTAD : United Nations Conference on Trade and Development

YKB : Yatay Kesit Bağımlılığı



## GİRİŞ

Günümüzde ekonomik büyüme ve kalkınmanın itici güçleri arasında yer alan doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları uzun yıllar büyüme teorinde yer almamıştır. Neo-Klasik büyüme teorileri ile büyüme modellerinde teknoloji, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve uluslararası portföy yatırımları yer almaya başlamıştır. Neo-Klasik büyüme modelleri sonrasında ortaya çıkan içsel büyüme modellerinde doğrudan yabancı sermayenin rolü önemli ölçüde artış göstermiştir. Teoriye göre yabancı ve yerli sermayenin birbirlerini tamamlaması halinde üretimde artış ortaya çıkmaktadır.

Romer (1986) tarafından oluşturulan Ar-Ge'ye dayalı "içsel büyüme modeli" doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına önem veren büyüme modelidir. Modele göre teknolojik ilerleme Ar-Ge faaliyetleri sonucunda ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, Ar-Ge faaliyetleri üretimde kullanılacak yeni teknik donanımların ortaya çıkmasını desteklemektedir. Doğrudan yabancı sermaye hareketleri ise ülkeler arasında yeni teknoloji ve bilgi akışına katkı sağlamaktadır. Bu nedenle de özellikle gelişmiş ülkeler ile gerçekleşen sermaye hareketleri büyük öneme sahiptir.

1980'li yıllardan itibaren tüm dünyada etkisini hissettiren liberal politikalarla birlikte liberalizasyon olgusu da yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Ülkelerin bu tür politikaları daha fazla benimsemesiyle; sermaye hareketliliğinin önündeki engeller ortadan kalkmaya başlamış, bunun sonucunda gerek doğrudan yabancı sermaye hareketleri gerekse de parasal sermaye hareketleri hız kazanmaya başlamıştır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ortaya çıkışı Sanayi Devrimi'ne kadar dayanmaktadır. Sanayi Devrimi ile birlikte makineleşmenin artması ve üretimde teknolojinin kullanılmasıyla, sanayileşmiş Avrupa ülkeleri üretimlerini arttırmak için hammaddenin bulunduğu bazı sömürge ülkelerinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları gerçekleştirmeye başlamıştır. Fakat bu yatırımlar kısıtlı düzeyde gerçekleşmiştir.

20. yüzyılda değişen dünya koşulları ve uluslararası sınırların ortadan kalkmasıyla, gelişmiş ülkeler (sermaye yoğun) yatırımlarını yüksek kar elde etmek amacıyla emeğin yoğun olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleştirmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler ise bu yatırımları çekmek ve sermaye girişi sağlamak amacıyla, çeşitli teşvik politikaları oluşturmuştur. Bu bağlamda, yabancı yatırımın ülkeye girmesiyle bu ülkelerin

sermaye ihtiyacı karşılanmakta ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarının önündeki en büyük engellerden biri olan sermaye yetersizliği kısmen ortadan kalkmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının; ev sahibi ülke üzerinde birçok olumlu etkisi bulunmaktadır. Literatürde yer alan büyüme ve kalkınma teorilerine göre ekonomik büyümenin itici gücü kişi başı milli gelirdeki artıştır. Bu artışı sağlayan en önemli faktörler ise sermaye birikimi, teknolojik ilerleme ve doğal kaynaklar olarak gösterilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler genellikle emek yoğun ülkeler olduklarından, ülkeye giriş yapan doğrudan yabancı sermaye ev sahibi ülkedeki sermaye miktarını arttırarak üretim yapısını önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca yabancı yatırım ile kurulan firmanın ihracata yönelik üretim yapması ülkenin uluslararası pazarlarda yer almasını sağlamakta ve ekonomik büyümeyi ve ihracatı olumlu yönde etkilemektedir. Ayrıca ülkeye gelen doğrudan yabancı yatırımın ara malı üretiminde bulunması; o ülkenin aramalı ithalatını düşürmekte, ev sahibi ülkenin dışa bağımlılık düzeyini azaltmaktadır.

Diğer yandan yabancı yatırım ile birlikte ülkeye giriş yapan sermaye, beraberinde teknoloji girişi sağlayarak üretim düzeyini arttırmakta ve bununla birlikte çoğu zaman istihdam oranını yükseltmektedir. Yabancı sermayeli firmalar ev sahibi ülkeye getirmiş oldukları teknolojiyi kullanmak için çoğunlukla nitelikli işgücüne ihtiyaç duymaktadır. Çünkü üretimde nitelikli çalışanlara yer verilmesi halinde üretimin verimlilik ve kalitesinde önemli ölçüde artış yaşanmaktadır. Kimi zaman yabancı firma nitelikli işgücünü kendi ülkesinden getirmekte kimi zaman ise faaliyet gösterdiği ev sahibi ülkedeki işgücünden yararlanmaktadır. Firmanın işgücüne sağladığı eğitim destekleri çalışanlar daha donanımlı hale gelmektedirler. Bu durum emeğin daha yüksek bir gelir düzeyine ulaşmasını ve refah düzeyinin artmasını sağlamaktadır.

Ülkede kurulan yabancı sermayeli işletmenin üretim tarzının ev sahibi ülkedeki işletmeler tarafından benimsenmesi yani teknolojinin ülke içine yayılması ve içselleşmesi sonucunda, yerel işletmelerin de kalkınması sağlanmaktadır. Bunun yanı sıra doğrudan yabancı sermaye yatırımları ev sahibi ülke üzerinde olumsuz etkiler de yaratabilmektedir. Örneğin ev sahibi ülkede faaliyet gösteren işletmelerin bu duruma uyum sağlayamaması sonucunda ülke ekonomisi negatif yönde etkilenmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülke üzerinde yarattığı etkinin yönü ev sahibi ülke tarafından alınan önlemler kapsamında değişim göstermektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin önem kazanmasıyla yaygınlaşan bir diğer kavram ise portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları en genel ifadeyle çeşitli menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak nitelendirilmektedir. Liberalizm kavramının çok yaygın olmadığı 1980 yılı öncesinde, gelişmekte olan ülkeler tasarruf-yatırım eşitliğini sağlayamadığı durumlarda ya finansal kurumlar aracılığıyla ya da hükümetler arası borçlanma şeklinde finansman sağlamaktaydılar. Fakat borçların geri ödenmesi sürecinde aksaklıklar yaşanması halinde yeni dış borç bulma konusunda sorun yaşanmaktaydı. 1990'lı yıllardan itibaren portföy yatırımlarının da yaygınlık kazanmasıyla birlikte özellikle gelişmekte olan ülkeler tasarruf yatırım eşitliğini sağlamada portföy yatırımlarını kullanmaya başlamıştır.

Portföy yatırımları; 1980'li yıllarda gerek uluslararası piyasalarda işlem maliyetlerinin yüksek olması gerekse asimetrik bilgi nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gerisinde kalmıştır. Fakat 1990'lı yıllarda teknolojinin ilerlemesi ile birlikte finansal piyasalarda şeffaflığın sağlanması portföy yatırımlarının giderek önem kazanmasına neden olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkeler de portföy yatırımlarını çekmek için finansal sistemlerini yenileme yoluna gitmişlerdir.

Ülkelere giren portföy yatırımlarının artması kimi zaman ev sahibi ülke ekonomisini olumlu etkilese de kimi zaman bu etki olumsuzza dönebilmekte ülkede finansal kırılganlığa sebep olabilmektedir. Ülkenin finansal yapısında ortaya çıkabilecek herhangi bir olumsuzlukta bu yatırımlar ülkeyi kolaylıkla terk ederek krizin derinleşmesine neden olabilmektedir. Dolayısıyla uluslararası portföy yatırımlarının kar veya getiri odaklı olarak ülkelere geldiği unutulmamalıdır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve uluslararası portföy yatırımları birlikte değerlendirildiğinde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülke üzerinde daha olumlu ve kalıcı etkiler yarattığı söylenebilir. Bunun en önemli nedeni söz konusu yatırımların uzun dönemi kapsamı ve ülkeden kolaylıkla çıkış sağlamamasıdır. Portföy yatırımları ise kısa vadeli yatırımlardır. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülkeye beraberinde farklı üretim tarzları ve yeni teknoloji sağlaması, ülke için portföy yatırımlarına nazaran daha uzun vadeli etkiler yaratmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını, portföy yatırımlarına göre daha fazla tercih etmelerinin altında bu sebepler yatmaktadır.

Dünya'da 2000'li yıllardan sonra doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve uluslararası portföy yatırımlarında artış devam etmiştir. Önceleri sadece gelişmekte olan ülkeler tarafından sermaye açıklarını kapatmak amacıyla talep gören yabancı yatırımlar, sonraki yıllarda gelişmiş ülkeler tarafından da talep görmeye başlamıştır.

Çalışmanın amacı, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine olan etkilerini ortaya koymaktır. Bu amaçla değerlendirme kapsamında ülkelerin ekonomik büyüme oranları ve istihdam oranları ele alınmıştır. Çalışmanın temel varsayımı, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra, gelişmiş ülkeler tarafından da önem teşkil ettiğini vurgulamaktır. Bu bağlamda ülkeler belirlenerek, analiz kapsamında dört ayrı model oluşturulmuştur. İlk olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerindeki etkilerini belirlemek amacıyla analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz kapsamında ekonomik büyüme oranı bağımlı değişken olarak ele alınırken, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları, faiz oranları ve döviz kuru bağımsız değişken olarak ele alınmıştır. Diğer bir analiz de ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, ülkelerin istihdam düzeyleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Burada istihdam oranları bağımlı değişken olarak değerlendirilirken, büyüme oranları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları bağımsız değişkenler olarak modele dahil edilmiştir. Söz konusu analizler seçilen on beş gelişmiş ve on beş gelişmekte olan ülke için ayrı ayrı uygulanmıştır.

Çalışmada panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. İlk olarak Pesaran (2004) tarafından oluşturulan yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmıştır. Sonrasında Cross-Sectionally Augmented Dickey Fuller (CADF) birim kök testi, Swamy (1970) tarafından oluşturulan, Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen homojenlik testi, Basher ve Westerlund (2009) tarafından ortaya koyulan yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi uygulanmıştır. Son aşamada ise uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmini bağlamında Common Correlated Effects (CCE) ve Augment Mean Group Estimator (AMG) testlerine yer verilmiştir.

Çalışma, üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal liberalizasyon, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının teorik çerçevesine yer verilmiştir. İkinci bölümde, ilk olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının ev sahibi ülke ekonomileri üzerindeki etkileri irdelenmiş ve analize konu olan

gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise, ampirik literatür taraması ve analizde kullanılan yöntem ve aşamaları anlatılarak, analiz gerçekleştirilmiş ve raporlanarak sonuçlandırılmıştır.



# 1. BÖLÜM

## 1. FİNANSAL LİBERALİZASYON VE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

Bu bölümde ilk olarak finansal liberalizasyonun kavramsal ve teorik çerçevesi ele alınmış, sonrasında ise doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları detaylı olarak incelenmiştir.

### 1.1. Finansal Liberalizasyon

1929 Krizi sonrası uygulanmaya başlayan Keynesyen politikalar 1970'li yıllara kadar geçerliliğini korumuştur. Bu politikalar düşük faiz oranı ve ekonomide devlet müdahalesinin gerekliliğini öngörmektedir. Fakat değişen dünya koşulları ve liberalizasyon olgusunun yaygınlaşması ile birlikte özellikle 1970 yılı sonrası söz konusu politikalar önemini yitirmeye başlamıştır.

En genel tanımıyla her alanda uluslararası sınırların kaldırılması anlamına gelen liberalizasyon kavramı 1970'li yıllarda gelişmiş ülkelerde önem kazanırken, 1980 yılı sonrası ise gelişmekte olan ülkelerde de ilgi görmeye başlamıştır. Bir diğer tanıma göre liberalizasyon, değişen dünya koşullarında ekonomik, kültürel, sosyal, politik bütünleşme süreci olarak tanımlanmaktadır (Bende ve Nabende, 2002: 6).

Birçok boyutta ele alınabilen liberalizasyon kavramının türlerinden biri finansal liberalizasyondur. En genel tanımıyla finansal liberalizasyon, sermayenin herhangi bir yaptırım olmadan kar elde etmek amacıyla ulusal sınırlar ötesinde hareket edebilme serbestisidir. Diğer bir tanıma göre ise finansal liberalizasyon, ülkelerin yerli finansal sistemlerinin uluslararası finansal piyasalar ve endüstriler ile entegre olması anlamına gelmektedir. (Schmukler, 2003: 1). Galindo vd.'ye (2002) göre ise finansal liberalizasyon, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, hükümetlerin uyguladığı mali baskı politikalarının ve yabancı yatırımcılara yönelik kısıtlamaların ortadan kaldırılmasıdır.

Finansal liberalizasyon kavramı, iç finansal liberalizasyon ve dış finansal liberalizasyon olarak değerlendirilebilmektedir. Williamson ve Mahar'a (2002) göre iç finansal liberalizasyon, en genel ifadeyle ülkede finans sektöründeki baskıcı müdahalenin



kaldırılarak faiz oranlarının para piyasasında arz ve talebe göre oluşması anlamına gelmektedir.

İç finansal liberalizasyon bazı koşulları kapsamaktadır. Ghosh'e (2005) göre bu koşullardan ilki finansal aktörler tarafından uygulanan faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıdır. Böylece faiz oranları yükselecek ve ülke yabancı yatırımcılar için daha cazip hale gelecektir. Diğer bir koşul ise kamuya ait bankaların özelleştirilerek devletin finansal piyasalar üzerindeki etkisinin azaltılması ya da ortadan kaldırılmasıdır. Bunların yanı sıra borsadaki engellerin kaldırılması ya da hafifletilerek borsaya girişin kolaylaştırılması, işletmelerin ve finansal aktörlerin kullanabileceği fon ve araçlara çeşitlilik kazandırılması ve sistemde yer alan finansal araç türlerini düzenleyen kuralların liberalizasyonu da iç liberalizasyon koşulları arasında yer almaktadır. Tüm bu iç finansal serbestleşme kurallarının kapsamı ülkelere göre farklılık gösterebilmektedir. Bazı ülkeler iç finansal liberalizasyonu sağlamak amacıyla tüm koşulları içselleştirirken, bazıları ise sadece birkaçını kullanma yoluna gitmektedir.

Dış finansal liberalizasyon ise Weller (1999) ve Boratav'a (1993) göre, bir ekonominin sermaye hesabının tamamen ya da kısmen dışa açılmasını ifade etmektedir. Dış finansal liberalizasyonun sağlanması için finansal piyasalar daha verimli hale getirilmelidir. Örneğin faiz oranlarında tavan uygulamasının kaldırılması ve bankaların daha yüksek kredi vermesi yurtdışından daha fazla tasarruf girişinin olmasını sağlayacaktır. Ayrıca dışa açılma uluslararası finans piyasalarına erişimi kolaylaştıracaktır. Böylece bir yandan ulusal işletmelerin rekabet baskısı nedeniyle üretimi artarken diğer yandan ise ulusal bazda talep fazlası giderilebilecektir.

Ghosh'a (2005) göre tıpkı iç finansal liberalizasyon gibi dış finansal liberalizasyon da bazı koşulları kapsamaktadır. Bunlardan ilki; devletin yabancıların sermayelerini, yurt içi finansal borç ya da öz sermaye şeklinde tutmalarına izin veren yasal düzenlemeler gerçekleştirmesidir. İkincisi ise, ülke vatandaşlarının yabancı finansal varlıklara sahip olmasını sağlayan yasal düzenlemelerin sağlanmasıdır. Son olarak ulusal ekonomide yabancı parasal varlıkların kullanımına izin veren düzenlemelerin oluşturulmasıdır.

1970'li yıllara kadar uygulanan düşük faiz politikası, banka kredilerinin sadece belirli sektörlerle verilmesi, özellikle kamu bankalarının kredilerinin etkin olmayan şekilde dağıtımı ve devletin her alanda müdahalesini öngören Keynesyen ekonomi politikaları,

liberalizasyonun yaygınlaşmasıyla birlikte finansal baskı olarak nitelendirilmeye başlamıştır (McKinnon, 1973: 67-80). Söz konusu baskı politikalarının ülkelerde krizlere yol açmasıyla, liberalizasyon görüşü önem kazanmaya başlamıştır. Ülkeler farklı dönemlerde farklı aşamalar şeklinde finansal liberalizasyon uygulamasına geçmiştir. Bunun yanı sıra kimi ülkeler ilk aşamada iç liberalizasyonu sağlamayı amaçlarken; kimi ülkeler ise iç ve dış liberalizasyonu eş zamanlı olarak uygulamaya koymuşlardır.

### **1.1.1. Finansal Liberalizasyona Yönelik Teorik Yaklaşımlar**

Finansal liberalizasyonun gerekliliğini savunan yaklaşımlar Neo-Klasik yaklaşımlar olarak ele alınmaktadır. Yapısalcı yaklaşım, Neo-Keynesyen yaklaşım ve Post-Keynesyen yaklaşım ise Neo-Klasik yaklaşıma eleştirel yönde ortaya çıkmış olan yaklaşımlardır.

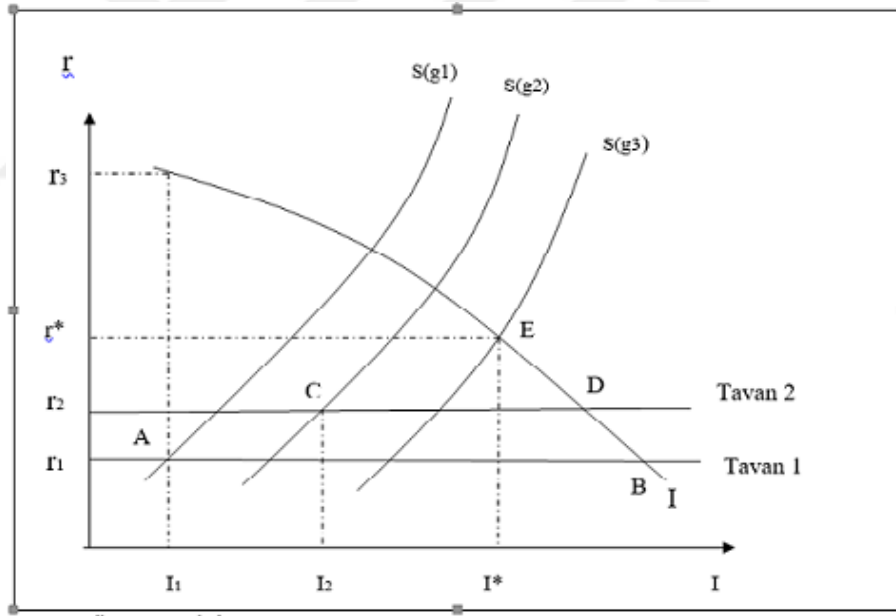
#### **1.1.1.1. McKinnon-Shaw hipotezi**

1960'lı ve 1970'li yıllarda özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde devlet müdahalesi oldukça yaygın bir uygulamaydı. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) söz konusu uygulamanın finansal sistemde baskı yarattığını bu baskının da yatırım için gerekli olan fonları azalttığını savunarak, piyasalarda finansal liberalizasyonun önemini vurgulayan McKinnon-Shaw hipotezini ortaya koymuşlardır. McKinnon'a (1989) göre hükümetin, para politikaları üzerinde baskı yaratması, yerel sermaye piyasaları üzerinde yıkıcı etki yaratmaktadır. Eğer finansal liberalizasyon sağlanır ve faiz oranı üzerindeki müdahale ortadan kalkarsa, piyasada oluşan faiz oranında tasarruf ve yatırım eşitliği sağlanacaktır. Bu durumda faiz oranlarındaki yükseliş ile birlikte yurt içi tasarruflarda artış sağlanacak yurt dışından da ülkeye sermaye girişi olacaktır.

Williamson ve Mahar'a (1998) göre McKinnon- Shaw hipotezi genel olarak beş temel ilke üzerine kurulmuştur. Bunlar, kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının piyasaya bırakılması, bankacılık sektörüne girişteki engellerin kaldırılması, bankacılıktaki özerkliğin sağlanması ve uluslararası sermaye girişlerinin serbestleşmesidir.

Arestis ve Demetriades'e (1999) göre ise McKinnon-Shaw hipotezi üç temel varsayıma dayanmaktadır. Bunlar, tam bilgi akışı, ticari bankaların kar maksimizasyonu sağlamak amacıyla uyguladıkları rekabetçi davranışlar ve kurumdan bağımsız analizlerdir. İlk varsayım ele alındığında, piyasalarda özellikle finans sektöründe asimetrik bilgi ve bunun sonucunda ters seçim yoğun olarak karşımıza çıkmaktadır (Mishkin, 2004: 187-188).

Çünkü bu piyasalarda bilgi taraflar arasında eşit dağılım göstermemektedir. Yani iki taraftan biri tam bilgiye sahipken karşı taraf eksik bilgiye sahiptir. Bu durum ülke ekonomilerinde büyük sorunlar yaratabilmektedir. Örneğin 2008 yılında ortaya çıkan Mortgage Krizi'nin temel nedenlerinden biri tam bilgi akışının olmamasına rağmen bankaların verdikleri kredilerdir. İkinci varsayımda ise sermaye piyasasına giriş çıkışın serbest olması bu şekilde rekabetin artış göstereceği ve piyasanın gelişeceği vurgulanmaktadır. Bunun yanı sıra liberalizasyon sayesinde sermaye maliyetleri tüm ülkelerde aynı olacaktır (Stulz, 2001:148). Fakat günümüz şartlarında ele alındığında bile finans sektörünün yapısı bu varsayımı geçersiz kılmaktadır. Üçüncü varsayım, düzenleyici kurumların olmadığı bir ekonomik yapıyı temsil etmektedir. Fakat söz konusu kurumların ya da düzenleyici kuralların olmadığı bir ekonomik sistemde özellikle bankacılık sektöründe asimetric bilgiyle her an karşı karşıya gelinebilmektedir. Bu da finansal yapıda büyük sorun teşkil etmektedir. Arestis ve Demetriades'e (1999) göre gerek düzenleyici kurumların gerekse finans sektörünü kapsayan hukuki kuralların önemsenmemesi teorisinin en büyük eksikliklerinden biridir.



**Kaynak:** Gibson ve Tsakalotos, 1994:586

Şekil 1.1. McKinnon-Shaw Hipotezi Faiz Oranı Sınırlamalarının Tasarruf ve Yatırımlara Etkisi

Şekil 1.1.'de faiz oranlarındaki kısıtlamaların tasarruf ve yatırımlar üzerindeki etkisi gösterilmektedir. Buna göre, tasarruflar faiz oranlarının negatif fonksiyonu, yatırımlar ise pozitif fonksiyonu olarak ele alınmıştır. Daha yüksek büyüme oranlarına göre sırasıyla  $g_1$ ,  $g_2$  ve  $g_3$ , tasarruf fonksiyonlarını;  $I$  ise yatırım fonksiyonunu temsil etmektedir. Devletin faiz oranlarına müdahale etmediği, finansal liberalizasyonu benimsediği, yani herhangi bir tavan faiz uygulamasının olmadığı varsayımına göre denge  $g_3$  büyüme düzeyinde E noktasında

oluşmaktadır. Bu durumda faiz düzeyi  $r^*$ , yatırım ve tasarruf düzeyi ise  $I^*$  olarak gerçekleşmektedir. Diğer yandan devletin tavan 1 şeklinde bir faiz politikası uyguladığı düşünülürse, denge  $r_1$  faiz oranı ile  $I_1$  tasarruf oranının kesiştiği A noktasında oluşmaktadır. Şekil 1.1'de görüldüğü üzere devlet müdahalesi ile faizlerin düşürülmesi sonucunda yatırımlar ve tasarruflar azalmaktadır. Tavan 1 düzeyinde belirlenen faiz oranı ise kredilerin sınırlanmasına neden olmaktadır. Bu da girişimcilerin kar elde edebilecekleri yatırımları finanse edememesi sonucunu doğurmaktadır. Yani yatırımların AB kadarlık kısmı gerçekleşmemekte ve bu ölçüde kredi tayinlaması ortaya çıkmaktadır. Yani bankalar kredi talebine yeterli düzeyde arz sağlayamamaktadır. Devletin müdahalesini kısmi olarak azalttığımızı varsaydıığımızda tavan 2 şeklinde faiz politikası uygulanmaktadır. Bu durumda faiz oranları artış gösterecek ve girişimciler getirisi daha yüksek olan yatırımlara yönelecektir. Bunun sonucunda ekonomik büyüme sağlanacak ve büyüme düzeyi  $g_2$  olarak gerçekleşecektir. Böylece yeni faiz oranı  $r_2$ , yeni yatırım düzeyi ise  $I_2$  olacaktır. Görüldüğü üzere yarı finansal liberalizasyon durumunda CD kadar bir kredi tayinlaması ortaya çıkmaktadır. Bu durum sadece hükümetin tam liberalizasyon uygulaması sonucu ortadan kalkmaktadır.

Hipotez ilerleyen yıllarda birçok açıdan eleştirilere maruz kalmıştır. Özellikle 1980 yılı sonrası finansal serbestleşmenin yaygınlaşmasıyla birlikte bazı ülkelerin bu durumda hazır olmaması nedeniyle finansal kriz yaşaması ve ülke ekonomilerinin kırılgan hale gelmesi hipotezin sorgulanmasına neden olmuştur (Arestis ve Caner, 2004: 13). Van Wijnbergen'a (1983) göre, McKinnon-Shaw hipotezi yalnızca bankacılık sektörünü ele alarak diğer finansal sektörleri göz ardı etmektedir. Sadece bankacılık sektörünün ilerlemesi de ekonominin gelişimi için yeterli değildir.

Hipoteze diğer bir eleştiri ise yeni Keynesyenler tarafından gelmiştir. Yeni Keynesyenlere göre, piyasa her zaman kendini yenileyen bir yapıya sahip değildir. Ayrıca tasarruflardaki bir artış her zaman yatırımda artışa neden olmamaktadır. Yatırım ve tasarruflar, faizler aracılığıyla otomatik olarak dengelenmemektedir. Çünkü faiz oranları para piyasalarında belirlenmektedir. Bunun yanı sıra yatırımlar yalnızca faiz oranlarına değil gelecek beklentilerine de bağlıdır (Stiglitz, 1989: 64).

Birkaç gelişmekte olan ülke, özellikle 1973 yılı sonrası McKinnon-Shaw yaklaşımını benimsemiş ve bu bağlamda reformlar uygulamıştır (Fry, 89: 26). Aizenman'a (2004) göre, 1990 yılı sonrası başta Asya, Rusya ve Türkiye olmak üzere gelişmekte olan

ülkelerin büyük kısmında ikiz krizler meydana gelmiştir. Söz konusu ülkelerdeki bu krizlerin nedeni olarak finansal liberalizasyon olarak gösterilmiştir. Çünkü finansal liberalizasyon ile birlikte faizlerin yükselmesi, bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek bir krizin reel sektöre yayılmasına neden olmaktadır.

Sonuç olarak, Mckinnon-Shaw hipotezine göre, finansal serbestleşme ile birlikte hükümetlerin ekonomiye müdahalesi azalmaktadır. Piyasa tarafından oluşan baskının azalmasıyla, faiz oranları yükselme eğilimine girmektedir. Böylece hem yurt içinde gerçekleşen hem de yurt dışından gelen yatırımlar artış göstermektedir. Bu da özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerine katkı sağlamaktadır. Fakat ülkelerin libezasyona hazır olmaları, gelişimleri açısından büyük önem teşkil etmektedir. Liberalizasyona hazır olmayan ülkeler, finansal serbestleşmeden olumsuz etkilenmektedir. Söz konusu durum ülkelerde önemli yapısal kırılmaların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu nedenle de finansal serbestleşme öncesi ülke içerisinde çeşitli düzenlemelere gidilmeli ve hazırlık aşaması tamamlanmalıdır.

#### **1.1.1.2. Yapısalcı yaklaşım**

Yapısalcı yaklaşım, Taylor (1983) ve Van Wijnberger (1983) öncülüğünde McKinnon- Shaw hipotezine bir tepki olarak doğmuştur. Yapısalcı yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranını yükselterek ülke ekonomilerinde ciddi sorunların ortaya çıkmasında neden olmaktadır.

Yapısalcı yaklaşıma göre piyasalar, organize (resmi) kredi piyasaları ve organize olmayan (curb market) kredi piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır. Organize olmayan piyasalar, belirli bir yerde faaliyette bulunan, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında aracı işlevi gören, borç veren kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır. Yapısalcı yaklaşım, fonların bankacılık sistemi ile organize olmayan kredi piyasaları arasında serbestçe aktığını varsaymaktadır. Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar genellikle her iki piyasayı da kullanabilmektedir (Fry, 1989;19).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde organize olmamış kredi piyasaları, fon arz-talebinde önemli rol oynamaktadır. Bankalar finansal aracılığın etkin işleyişini engelleyebilecek likidite sorunlarını ortadan kaldırmak amacıyla zorunlu karşılık tutmak zorundadır. Fakat organize olmayan piyasaların bu zorunluluğu söz konusu değildir. Bankaların, zorunlu karşılık için tutar ayırması nedeniyle aşırı kredi taleplerine yanıt

vermemesi organize olmayan piyasaların birçok ülkede önem kazanmasının ana sebebi olmuştur. Bu piyasalar aracılığıyla bankacılık sistemi kullanılmadan, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında fon alışverişi gerçekleşmektedir. Finansal liberalizmin sonucunda faiz oranlarının artması, mevduata olan talebi arttırmakta ve organize olmamış piyasalara olan talebi azaltmaktadır. Fakat bankaların yüksek faizden kredi verebilecek fon oranlarının sınırlı olması nedeniyle arz, oluşan talebi karşılayamamakta ve bunun sonucunda ülkenin ekonomik büyümesi olumsuz etkilenmektedir (Cho, 1990: 477-478).

Van Wijnbergen'a (1985) göre banka faiz oranındaki artış özellikle kısa vadede ekonomide daraltıcı etki yaratmaktadır. Çünkü faiz oranlarının artması kredi koşullarını zorlaştırmaktadır. Bunun yanı sıra tasarruf sahipleri organize olmayan piyasalardan resmi piyasalara nakit akışı sağlamaktadır. Bankaların zorunlu karşılık tutması nedeniyle nakitin tümü tasarruf sahiplerinden yatırımcılara yönelmemekte, yatırımcı daha yüksek faize maruz kalmaktadır. Bu da işletmelerin maliyet artışlarına ve mark-up fiyatlamaya neden olmakta ve enflasyon artış göstermektedir. Fakat devletin bu tür makro ekonomik sorunların farkında olması ve uygun bir mali reform paketi uygulaması sonucunda sorun ortadan kalkabilecektir.

Cho'ya (1990) göre ise, McKinnon-Shaw hipotezi de, yapısalcı yaklaşım da ülkelerin resmi bankacılık sektörünü ve organize olmayan finansal yapıların önemini kabul etmektedir. McKinnon-Shaw hipotezi resmi bankacılık sektörünün liberalizasyonunu desteklerken, yapısalcı yaklaşım ise organize olmamış finansal piyasaların zaten liberalize edilmiş durumda olduğunu savunmaktadır. Bunun yanı sıra organize olmamış piyasaların da resmi piyasalar gibi belli bir zorunlu karşılık ayırması gerekmektedir. Çünkü bu piyasaların herhangi bir iflas durumunda garanti sağlamaması, tasarruf sahiplerini herhangi bir faiz artırımında resmi bankacılık sistemine yöneltmektedir.

Özetle, yapısalcı yaklaşıma göre ülke ekonomisi için bankacılık sisteminin yanı sıra organize olmamış piyasaların da önemi büyüktür. Tasarruf sahipleri organize olmamış piyasalara yatırımda bulduklarında tasarrufun tümü, yatırımlara dönüşmektedir. Çünkü bu tür piyasaların zorunlu karşılık ayırma yükümlülüğü yoktur. Fakat herhangi bir faiz artışında tasarruf sahipleri daha yüksek faiz elde etmek amacıyla bankalara yönelmektedir. Bankalar ise tasarrufun belli bir kısmını zorunlu karşılık olarak ayırarak diğer kısmını yatırımcıya kredi olarak sunmaktadır. Yani faizlerin yükselmesi sonucu nakdin tümü tasarruf sahiplerinden yatırımcıya ulaşmamaktadır. Böylece organize olmamış piyasaların etkisi

azalmaktadır. Yatırımcının finansman sağlayamaması sonucunda finans sektörü reel sektörü negatif olarak etkilemekte ve ekonomik büyüme azalmaktadır. Bu nedenle yapısalci yaklaşım tarafından devlet müdahalesinin gerekliliği öngörülmektedir. Devlet ya faiz oranlarını kontrol altına alarak organize olmamış piyasaları koruma altına almalı ya da uluslararası portföy yatırımlarını ekonomiye kazandırarak ekonomik büyümeyi sağlamalıdır.

### **1.1.1.3. Neo-Keynesyen yaklaşım**

Neo-Keynesyen yaklaşım, Neo-Klasik finansal liberalizasyon yaklaşımına tepki olarak ortaya çıkmıştır. Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon sonucunda devlet müdahalesinin ortadan kalkması ile faizlerin artması, tasarruf ve yatırımları azaltarak büyümeyi yavaşlatmaktadır. Çünkü varolan piyasa aksaklıkları nedeniyle denge faiz oranı kendiliğinden oluşmamaktadır. Bu piyasa aksaklıkları ise devlet müdahalesi ile ortadan kalkmaktadır. (Crotty, 1996:1-5).

McKinnon- Shaw hipotezi, finansal piyasaların devlet müdahalesi gerekmeden etkin bir şekilde faaliyet gösterdiğini ve asimetrik bilginin olmadığını savunmaktadır. Neo-Keynesyen yaklaşım, bu varsayımı reddetmektedir. Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, özellikle finansal sektörlerde asimetrik bilgi mevcuttur. Çünkü finansal liberalizasyon sonucunda faiz oranlarının yükselmesiyle kredi verenler, kredi talep eden yatırımcılar hakkında tam bilgiye sahip değildir. Ortaya çıkan asimetrik bilgi sonucunda bankalar daha yüksek risk düzeyine katlanmaktadır. Bu nedenle de genellikle gelişmekte olan ülkeler yanlış seçim yapmamak amacıyla kredi tayinlaması uygulamasına gitmektedir (Fazzari ve Variato, 1994: 364-365).

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, faiz oranlarındaki artışın tasarruf oranlarını arttırmamasının temel sebebi tasarrufların, faizin değil gelirin bir fonksiyonu olmasıdır. Diğer yandan faiz oranları ile yatırımlar arasında negatif yönlü bir ilişki olmasından dolayı faiz oranlarının artması yatırımların talebini olumsuz yönde etkilemektedir. Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, faiz oranlarının düşük olması yatırımları arttırarak ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Yani ekonomik büyümenin ana değişkeni yatırımlardır. Bu sebeple de finansal liberalleşme sonucunda faiz oranlarındaki herhangi bir artış yatırımların maliyetini yükselterek negatif etki yaratmaktadır (Şengönül vd. ,2007: 30).

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, yatırım kararlarında en önemli etken faiz oranlarından ziyade beklentilerdir. İşletmeler gelecekteki gelir düzeylerinde artış beklentisine girmeleri halinde, gelirlerini daha da arttırmak amacıyla borçlanma yolunu tercih etmektedirler. İşletmelerin kararlarını etkileyen bir diğer etken ise maliyet şoklarıdır. Çünkü işletmeler, girdi maliyetlerinin yükselmesi gibi iç şokların yanı sıra dış şokların gerçekleşme ihtimalini dikkate alarak finansman kararlarını belirlemektedirler. Bu nedenle de gerek gelecek beklentisi gerek ortaya çıkabilecek iç ve dış şoklar gibi nedenlerden dolayı banka kredilerine başvurumaktadırlar (Skorski, 1996: 127-128).

#### **1.1.1.4. Post-Keynesyen yaklaşım**

McKinnon-Shaw hipotezinde, büyümenin kaynağı; finansal liberalleşme ve faiz oranlarının yükselmesi olarak vurgulamaktadır. Post-Keynesyen yaklaşım tıpkı Neo-Keynesyen yaklaşım gibi, McKinnon-Shaw hipotezinin finansal liberalleşme ve faiz oranlarının büyüme üzerinde pozitif etkisinin olmadığını savunmaktadır. Post Keynesyen yaklaşıma göre, büyümenin temel kaynağı olarak efektif talep gösterilmektedir. Finansal liberalizasyon ise efektif talebi azaltarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Bu da finansal istikrarsızlığa neden olmaktadır (Gibson ve Tsakalotos, 1994: 606).

Post-Keynesyen yaklaşıma göre, yatırım kararını sadece faiz oranları belirlememektedir. Bunun yanı sıra gelecekteki talebe yönelik beklentiler ve siyasi istikrar gibi pek çok faktör de yatırım kararı üzerinde etki yaratmaktadır. Yani tasarruflarda ortaya çıkan bir artış direkt olarak yatırımları arttırmamaktadır. Ayrıca bankaların kredi verme sürecinde bilgi asimetri, dışsallıkları ve ölçek ekonomilerinin varlığı piyasa başarısızlıklarına ve finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Tasarruf kanalından incelendiğinde ise faiz oranlarının artması tasarruf düzeyini yükseltmektedir. Tasarruflardaki artış, toplam talebi azalmaktadır. Bu da kar, yatırım ve çıktı düzeyinde düşüşe neden olmaktadır (Sing, 2002: 8; Auerbach ve Siddiki, 2004: 249-250)

Dutt'a (1991) göre finansal serbestleşme sonucunda faiz oranlarının değişimi ilk olarak bankacılık sektörünü etkilemektedir. Örneğin bir bankanın beş yıllık sabit faizli bir kredi verdiğini varsayalım. Bu süreçte finansal serbestleşme nedeniyle faiz oranlarının yükselmesi durumunda banka söz konusu kredinin faiz oranını arttıramamaktadır. Böyle bir durumda bankacılık sistemi zarara uğramakta ve daha kırılgan bir hale gelmektedir. Aynı zamanda bankalar kredi verme konusunda daha isteksiz davranmaktadır. Ayrıca faiz



oranlarındaki artış devlet borçları üzerinde de olumsuz etki yaratarak bütçe açığını arttırmaktadır. Bunun sonucunda devlet finansman sağlamak amacıyla ya vergileri yükseltmekte ya da harcamaları kısma yoluna gitmektedir. Post-keynesyen yaklaşıma göre hükümet harcamalarında bir azalma ya da vergilerin artışı toplam talebi azaltarak ekonomik büyümenin olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır.

Post-Keynesyen iktisadi yaklaşıma göre, merkez bankaları ülkenin ekonomik yapısı üzerinde büyük öneme sahiptir. Merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını belirleme ve ticari bankalara borç verme gibi işlevleri mevcuttur. Merkez bankaları sayesinde yatırımcıların kredi talebinde herhangi bir artış olduğunda, faiz oranlarında değişikliğe gerek kalmadan talepleri karşılanabilmektedir. Bunun yanı sıra açık ekonomilerde faiz oranı değişiklikleri, yurtdışından kaynaklanan olayların bir sonucu olabilmektedir (Arestis, 1996:120). Faizlerin aşırı yükselmesi ise yatırımları azaltarak büyümeyi olumsuz etkileyebilmektedir. Diğer taraftan faizlerdeki yükseliş efektif talebi azaltmaktadır. Bu iki negatif etki ülkeleri ekonomik krize sürükleyebilmektedir. Böyle bir durumda merkez bankası ekonomiye müdahale etmesiyle krizin önüne geçilmektedir.

Post-Keynesyen iktisadi yaklaşım, bazı iktisatçılar tarafından eleştirilmiştir. Walters ve Young'a (1997) göre Post-Keynesyen teorinin bilimsel içeriği tutarlılıktan yoksundur. Çünkü hipotezin hangi metodolojik temellere dayandığı tam bilinmemektedir. Bunun yanı sıra hipotezde politika önerileri tutarlı değildir. Yani yaklaşım iktisadi düşüncelerin farklı türlerinden oluşan bir sentez niteliğinde olduğu için bilimsellikten uzaklaşmaktadır.

Post-Keynesyen yaklaşımın ortaya çıktığı yıllardan günümüze kadar gerek siyasi gerekse ekonomi alanında birçok değişim yaşanmıştır. Stockhammer ve Ramskogler (2009) Post-Keynesyen yaklaşımın günümüz koşullarında geçerliliğini koruması için daha *fazla post, daha az keynesyen olmak* ilkesinin benimsenmesi gerektiğini savunmaktadır. Bu nedenle teorinin değişen dünya koşullarına göre kapsamının genişletilmesi ve heterodoks yaklaşımla bir sentez oluşturması, geçerliliğini koruması açısından önem arz etmektedir. Yani temelinde devletin varlığının gerekliliğini savunan ana akım korunmalı fakat günümüz koşullarına göre daha radikal ve güncel sorunlar ele alınarak çözüm arayışı yoluna gidilmelidir.

Chomsky'a (2012) göre ise Post-Keynesyen yaklaşım, bölüşüm, istihdam ve devlet müdahalesine dayanmaktadır. Fakat politika yapıcıların davranışları ve bunları belirleyen

temel etkenler yani politik iktisat tarafı analizlerde zayıf kalmıştır. Bu durumda teorisinin önemli bir eksiği ortaya çıkmaktadır.

Spash ve Schandl (2009) ise Post-Keynesyen yaklaşımı farklı bir açıdan eleştirmişlerdir. Çalışmaya göre Post-Keynesyen yaklaşımın günümüz şartlarında önemli ölçüde eksiklikleri mevcuttur. Teori temelde istihdam, düşük enflasyon oranı, büyüme gibi kavramları ele almaktadır. Özellikle son yıllarda seri üretim sonrası ortaya çıkan atıklar, çevre kirliliği gibi negatif dışsallıkları analiz kapsamına almamaktadır. Fakat bu kavramlar, kaynakların etkin kullanımı, ülkelerin ekonomik büyümeleri ve kalkınmaları gibi konular açısından önem arz etmektedir. Bu nedenle de Post-Keynesyen yaklaşım bir anlamda kapsamını genişletmek durumundadır.

Genel olarak, Post-Keynesyen yaklaşım finansal açıdan serbestleşmeye karşı değildir. Yaklaşım; ülkelerin büyümelerinin artması için üretim düzeylerinin artmasının gerekliliğini belirtmektedir. Bunun için ilk olarak yatırımların önemini vurgulamaktadır. Fakat yatırımların yalnızca faiz oranları tarafından belirlenmediğini, işletmelerin kar düzeylerinin artmasının da yatırımları arttıracaklarını savunmaktadır. Ayrıca Post-Keynesyen yaklaşıma göre, üretimde teknik ilerlemenin sağlanması, üretimi arttırarak ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Bu açıdan teknolojinin önemi vurgulanmaktadır. Eğer ülke gerekli teknolojiyi üretmiyorsa bu uluslararası pazarlardan ithalat ya da doğrudan yabancı sermaye yatırımları şeklinde sağlanabilmektedir.

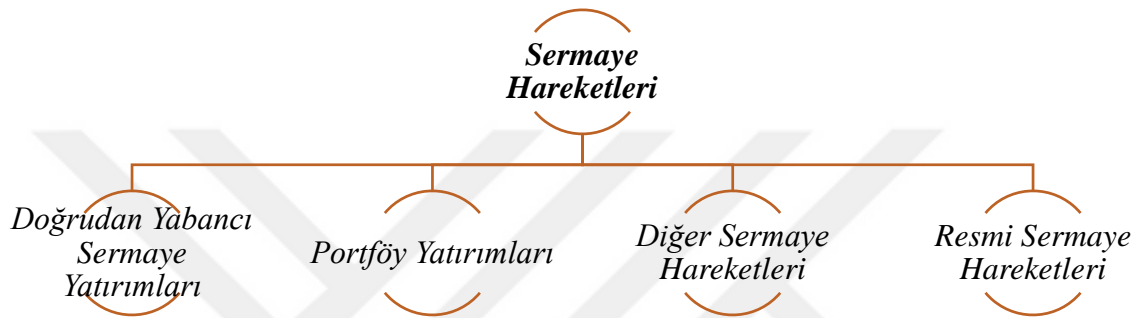
Portföy yatırımları şeklinde ülkeye yabancı sermaye girmesi, ülkede spekülasyon hareketleri arttırarak büyümeyi olumsuz etkileyebilmektedir. Günümüzde özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha verimli yatırımlardır. Portföy yatırımları ise riske daha duyarlı olmaları nedeniyle ülke ekonomisinde kırılganlık yaratabilmektedir. Sonuç olarak, ortaya çıktığı ilk yıllarda dönemin koşulları gereği önem kazanan Post-Keynesyen yaklaşım, kapsamını değişen dünya koşullarına uyarladığı sürece geçerliliğini koruyabilecektir.

## **1.2. Yabancı Sermaye Hareketleri**

Özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrası, yaygınlaşmaya başlayan ve 1980 yılı itibarıyla daha büyük önem arz eden finansal liberalizasyon, literatüre yeni kavramlar kazandırmıştır. Bu kavramların başında uluslararası sermaye hareketleri gelmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri, en genel tanımı ile sermayenin ev sahibi ülke dışında herhangi karlı bulunduğu bir ülkeye gitmesi anlamına gelmektedir.

Finansal liberalizasyon sayesinde uluslararası ekonomik sınırlar ortadan kalkmakta ve ülkeler tek bir norma kavuşmaktadır. Ayrıca ihracat-ithalat kolaylaşırken bunun yanı sıra sermayenin ülkelerarası akışkanlığı da daha kolay hale gelmektedir. Sermaye daha verimli bulunduğu ülkelere doğru hareket etmektedir. Sermaye hareketleri birçok farklı şekilde gerçekleşmektedir.



**Kaynak:** Dünya Bankası'ndan elde edilen bilgiler doğrultusunda tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri

Şekil 1.2.'de ifade edildiği gibi uluslararası sermaye hareketleri, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları, diğer sermaye yatırımları ve resmi sermaye yatırımları olmak üzere dört grupta incelenmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, en genel tanımıyla yatırımcının uluslararası piyasalarda üretim yapmak amacıyla sermaye yatırımında bulunmasıdır. İlk ortaya çıktığı yıllarda genellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından talep görmekte olan bu tür yatırımlar, günümüzde gelişmiş ülkeler açısından da önemli bir yere sahiptir. Genel bir ifadeyle portföy yatırımları ise yatırımcıların başka bir ülke piyasasında menkul kıymetlere yaptığı yatırımları ifade etmektedir.

Diğer sermaye hareketleri, özel ya da kamu sektörünün uluslararası piyasalardan almış oldukları borçları kapsamaktadır. Bunlar uzun vadeli krediler ve kısa vadeli krediler olmak üzere iki sınıfta incelenmektedir. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası'nın uluslararası düzeyde sunmuş oldukları krediler bu başlık altında yer almaktadır. Diğer bir sermaye yatırımı türü olan resmi sermaye yatırımları ise, ülkelerin ekonomik ve sosyal alanda kalkınmalarını sağlamak amacıyla almış oldukları kredileri kapsamaktadır. Bu kredilerin en önemli özelliği düşük faiz oranına sahip olması ve vadelerinin diğerlerine göre daha uzun süreli olmasıdır.

### 1.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Sanayi Devrimi sonrası ortaya çıkan, son yıllarda finansal küreselleşme bağlamında hızla gelişme gösteren uluslararası sermaye yatırımları içerisinde, en büyük paya sahip olan yatırım türü doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının (DYSY) literatürde birçok tanımı bulunmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir yatırımcının diğer bir ülkede yeni bir işletme kurması, var olan bir işletmeyi satın alması veya birleşmesi, o ülkedeki mevcut bir işletmenin sermayesini arttırarak ortaklık kurması şeklinde gerçekleşen ve beraberinde teknoloji, girişimcilik, yönetim ve organizasyon getirisi sağlayan uzun vadeli bir yatırım türüdür (Karluk, 2013: 756).

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2008) tanımına göre, uluslararası doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir ekonomide yerleşik kuruluşlar tarafından kalıcı bir ekonomik ilişki kurmak amacıyla sınır ötesi ülkede yapılan bir yatırım türüdür. Bu yatırım ilişkisinde yatırımcı girdiği piyasada en az % 10 söz hakkına sahiptir.

Küreselleşmenin önem kazandığı bir diğer kavram ise çok uluslu şirket (ÇUŞ) kavramıdır. İkinci Dünya Savaşı sonrası ulaşımın ve iletişimin kolaylaşmasıyla çok uluslu şirketler yaygınlaşmıştır. Çok uluslu şirketler, bir ana merkezi bulunan ve merkezin yönetimi altında, değişik ülkelerde üretim yapan şubelerden ve bağlı girişimlerden oluşan işletmelerdir. Diğer bir tanıma göre ise birden fazla ülkede yan kuruluşu olan şirketler ÇUŞ olarak nitelendirilmektedir. Dış ülkelerdeki şubeler elde ettikleri kazançları, hammadde ve ara mallarını ana merkeze ulaştırmaktadır (Aviel, 1984: 219-220).

OECD'nin (2008) tanımına göre yabancı sermaye şirketleri kendi içerisinde üçe ayrılmaktadır. Bunlardan yavru şirket, ortak şirket ve yabancı şube şirkettir. Yavru şirket, sermayesinin yarısından fazlasının dolayısıyla yönetim gücünün yatırımcı şirkete ait olduğu işletmelerdir. Ortak şirket, sermayesinin en az %10'u ile en fazla %50'sinin yatırımcı şirkete ait olduğu işletmelerdir.. Yabancı şube şirket ise sermayesinin tümünün çok uluslu şirkete ait olduğu işletmelerdir.

Dış piyasalarda yer almak isteyen işletmeler yabancı pazara üç şekilde giriş yapabilmektedir. Bunlardan birincisi ihracat yoluyla dışa açılmadır. İkincisi lisanslamadır. Lisanslamada; işletme elinde bulundurduğu patent ya da marka hakkı gibi ayrıcalıkları belirlenen süre için, belli bir ücretten başka bir ülkedeki herhangi bir işletmeye geçici olarak devretmektedir. Üçüncüsü ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Doğrudan yabancı

sermaye yatırımları ihracat ve lisanslamaya göre daha pahalı ve risklidir. Çünkü söz konusu işletme ev sahibi ülkede üretim yapmak için büyük yatırımlar gerçekleştirmektedir. Ayrıca ekonomik ve hukuki anlamda yabancı bir ülkede yatırım yapmak her zaman risk unsurlarını barındırmaktadır. Tüm bunlara rağmen doğrudan yabancı yatırımlar gerek şirket sırlarının korunması gerek ürünün ülkeye girişinde yaşanan yasal sorunları aşmak gerekse hammaddeye kolay ulaşım gibi nedenlerden dolayı diğerlerine göre daha fazla tercih edilmektedir (Hill, 2013: 256-259).

Doğrudan yabancı yatırımlar üretime dönük yatırımlar olarak ifade edilmektedir. Yatırımcı şirket, yatırıma ev sahipliği yapan ülkeye yeni teknoloji girişi sağlayarak üretimin kalitesini arttırmaktadır. Bunun yanı sıra ülkede istihdamı yükseltmektedir. Doğrudan yabancı yatırım sadece sermaye olarak algılanmamaktadır. Yatırımcı şirketin, üretimde kullanılmak için yabancı ülkeye makine gibi demirbaş tahsis etmesi ya da ileri yönetim bilgisine sahip nitelikli işgücü transfer etmesi de doğrudan yabancı yatırım kapsamındadır.

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarının önündeki en büyük engel teknoloji ve sermaye yetersizliğidir (Van vd., 2010: 20). Doğrudan yabancı yatırımlar ev sahibi ülkeye sermaye ve teknoloji girişini sağlayarak ev sahibi ülke ürünlerine daha geniş bir pazar sunmakta ve ülkenin uluslararası piyasalarda rekabet edebilir düzeye ulaşmasını sağlamaktadır (Campos ve Kinoshita, 2002: 410-417) . Doğrudan yabancı yatırımların tercih edilmesinin en büyük nedenlerinden bir diğeri ise diğer yatırım türleri gibi ülkeden çıkışı kolay olmayıp uzun vadeli fiziki yatırımlar olmalarıdır. Dolayısıyla ülke kalkınmasında önemli rol oynamaktadırlar. Bu nedenle günümüzde ülkelerin ekonomi politikalarının en temel amaçlarından biri de doğrudan yabancı yatırımları kendi ülkelerine çekebilmektir.

Sonuç olarak doğrudan yabancı yatırımlar yatırımcı şirkete, ev sahibi ülkedeki şirket üzerinde minimum %10 söz hakkı tanımaktadır. Böylelikle şirket kararları üzerinde yetki sağlamaktadır. Söz konusu oran yatırımın oluşum şekline göre değişmektedir. Bazı doğrudan yatırım şekillerinde oran %50 şeklinde gerçekleşebildiği gibi, kimi zamanda satın alma yoluyla gerçekleşerek yatırımcı firma tek söz sahibi haline de gelebilmektedir.

### **1.2.1.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının tarihsel gelişimi**

Doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin ortaya çıkışı literatürde farklı zaman dilimlerinde ele alınmaktadır. Genel olarak başlangıç noktasının Sanayi Devrimi olarak

ifade edilmesinin yanı sıra DYSY'nin varoluğu 13. Yüzyıla kadar uzanmaktadır. 13. yüzyıl ile 18. yüzyıl arasında geçen sürede devletler farklı amaçlarla doğrudan ya da dolaylı olarak deniz aşırı ticari girişimlerde bulunmuşlardır. Fakat bu girişimler günümüzdeki DYSY'den çok daha dar kapsamlı yatırımlar olarak ifade edilmektedir. 14. yüzyılda İtalya ticaretin merkezi konumundaydı. Bu dönemde İtalyan bankaları önemli bir yere sahiptir. Başta Londra, Belçika ve Paris olmak üzere birçok yerde şubeleri mevcut olan bu nakalar DYSY'ye ilk örneklerdir. 15. yüzyılın ilk yarısına gelindiğinde ise Çin yüzlerce keşif gemisini finanse etmiştir. Bunun sonucunda Çin, başta pirinç olmak üzere birçok tarımsal ürünün küresel bağlamda yayılmasını sağlarken, Amerika gibi ülkeler ise değerli madenler üzerine uğraş vermiştir. Bu amaçla değerli madenleri işlemek için kaynağa yakın ülkelerde küçük çaplı işletmeler kurmuşlardır (Dunning ve Lundan, 2008: 146-148).

17. yüzyılda doğrudan yabancı sermaye yatırımları çoğunlukla İngiltere tarafından Amerika odaklı gerçekleşmiştir. İngiltere uluslararası girişimcilere uygun teşvikler sunarak şirketlerin doğu sahil şeridinde faaliyet göstermesini sağlamıştır. Bunların en önemli örnekleri olarak Massachusetts Körfezi Şirketi verilmektedir. Söz konusu şirket balıkçılık, tekne yapımı ve basit imalat sanayi alanında hizmet sunarak bölge gelişiminde katkı sağlamıştır (Dunning ve Lundan, 2008:148).

19. yüzyılda Avrupa'da ortaya çıkan Sanayi Devrimi birçok kaynakta günümüz anlamında DYSY'nin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. Sanayi Devrimi'yle birlikte sanayinin gelişmesi ve önem kazanması sonucu başta İngiltere ve Fransa olmak üzere Avrupa ülkelerine ayrıcalık sağlamıştır. Sanayide ve ulaşımda kullanılabilen yeni icatların yapılması ülkelerin üretim anlayışında değişimler yaratmıştır. Önceleri emek yoğun olan ülkeler sermaye yoğun üretime yönelmiştir. Üretim için gerekli hammadde, doğal kaynak ve tarımsal ürünlere ihtiyaç duyan İngiltere ve Fransa bunları sömürgelerinden elde etmek amacıyla DYSY'ye yönelmiştir (Alpar, 1980: 3-4; Akdiş, 1988: 1-15). Ülkeler sanayilerinde kullanmak amacıyla ihtiyaç duydukları doğal kaynaklara ulaşmak için sömürge ülkelerinde işletmeler kurarak, ortaya çıkan ve işlenen kaynakları ana ülkeye taşımışlardır. Sömürgelere yatırım yapmanın diğer bir nedeni ise işgücüne kolay ulaşımıdır. İşgücünün yoğun olduğu ülkelerde yatırıma yönelerek maliyet avantajı sağlanmaya çalışılmıştır.

19. yüzyıl boyunca İngiliz merkezli firmalar dünya çapında ciddi boyutta yatırımlar gerçekleştirmiştir. Söz konusu işletmeler dünyanın çeşitli yerlerinde ofis açmanın yanı sıra, yönetim kontrolünü elinde bulundurarak doğrudan yatırımlarda bulunmuştur. 1850'li

yıllarda yurt dışı tesisleri kuran Alman firması olan Singer dönemin ilk üretici uluslararası şirketleri arasında yer almaktadır (Kavanjit, 2007: 21-22).

I. Dünya Savaşı sonrası başta İngiltere olmak üzere önemli ekonomik güce sahip olan Avrupa ülkeleri gerek savaş ekonomisi ve savunma harcamaları gerekse yeniden yapılanma maliyetleri gibi nedenlerle ekonomik güç bakımından olumsuz yönde etkilenmiştir. Savaş öncesinde Avrupa tarafından yatırım çeken ABD, ekonomik bağlamda alacaklı bir ülke konumuna gelmiştir (Kavanjit, 2007: 23). Bu durum ise dünya ekonomisinde büyük değişimlerin başlangıcı niteliğindedir.

1929 Kara Perşembe olarak bilinen Büyük Buhran Amerika'da ortaya çıkıp kısa sürede tüm dünya ekonomilerine yayılarak yıkıcı etkiler yaratmıştır. Aralarında doğrudan yabancı sermayeyle kurulmuş olan işletmelerde dahil olmak üzere birçok işyeri kapanmış ve işsizlik oranı önemli miktarda artmıştır. Kriz'in etkilerinin ortadan kalkması ve yeniden yapılanma sürecinin sonunda II. Dünya Savaşı ortaya çıkmıştır. II. Dünya Savaşı dünya ekonomisinde farklı bir görünüm yaratmıştır. Önceleri Avrupa ülkelerinin tekelinde olan DYSY, savaş sonrası ABD kaynaklı olarak gerçekleşmeye başlamıştır. II Dünya Savaşı sonrasında değişen düzene uyum çerçevesinde dünyada ekonomik entegrasyonu sağlamak amacıyla, 1944 yılında ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretton Woods kasabasında Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı gerçekleştirilmiştir. Bu konferansta Bretton Woods Sistemi oluşturulmuştur (Gür, 2014: 33).

Diğer taraftan Birinci Dünya Savaşı öncesi hüküm süren altın standardı tekrar uygulamaya konulmuştur. Fakat bu süreçte altın standardı altın- dolar standardı olarak kabul edilmiştir. ABD doları tüm dünyada rezerv para olarak işlem görmeye başlamıştır. Amerika bu süreçte ihtiyaç halinde diğer ülkelere kredi sağlayan kreditor durumuna gelmiştir. Bretton Woods, anlaşması küreselleşme bağlamında günümüz temellerinin atıldığı bir uzlaşma niteliğindedir. Alınan kararlar hem dünya ticaretinin gelişimine hem de yabancı sermaye hareketlerine katkı sağlamıştır (Altınay ve Akıncı, 2018: 7-10).

İkinci Dünya Savaşı sonrası önem kazanmaya başladığı ilk yıllarda özellikle gelişmiş ülkelere doğru bir yol izleyen doğrudan yabancı sermaye yatırımları, değişen ve gelişen ekonomik koşullar nedeniyle son yıllarda gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşerek bir değişim göstermektedir. Örneğin, 1980' li yılların başlarında bir Japon otomobil şirketi olan Honda, Ohio'da bir montaj

fabrikası kurmuş ve Kuzey Amerika pazarı için otomobil üretmeye başlamıştır. Kısa sürede bu arabalar Japonya'dan ithal edilenlerin yerini almıştır. Ohio fabrikasındaki üretim kapasitesi genişledikçe Honda, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) yapımı arabalarını kendi iç pazarı dahil olmak üzere diğer pazarlara da ihraç etmeye başlamıştır. Honda'nın ABD'de üretim gerçekleştirmesinin iki nedeni vardır. Bunlardan ilki, ABD tarafından Japon otomobil üreticilerine uygulanan ticari engelleri aşmak, ikincisi ise, Toyota ve Nissan gibi yerli rekabetçi rakipleri karşısında daha güçlü bir konuma gelmektir. Honda'nın başarısını ardından diğer araba firmaları Toyota ve Nissan'da Amerika'da doğrudan yatırımlar gerçekleştirmişlerdir (Eun ve Resnick, 2002: 404).

### 1.2.1.2. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları türleri

Doğrudan yabancı sermaye kavramı özellikle 2000'li yıllarda dünyada meydana gelen önemli ekonomik gelişmelere paralel olarak büyük önem kazanmıştır. Bu kazanım önceki yıllarda dünyada uygulanan ekonomi politikalarının kümülatif birikimi niteliğindedir. Bununla birlikte çeşitli özelliklere göre farklı şekillerde sınıflandırılmalar yapılmıştır.

Tablo 1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Türleri	Gerçekleşme Şekilleri
Yatırımın işletmedeki payına göre	Ortak girişim ve mülkiyete dayalı bağlı şirket (joint ventures and full owner ship) Şirketlerarası birleşmeler ve satın almalar (mergers and acquisitions) Stratejik birleşmeler (strategic alliances)
Yatırımın yeni işletme yaratmasına göre	Yeşil alan yatırımları (greenfield investment) Kahverengi alan yatırımları (Brown field investment) Satınalmalar (acquisitions)
Yatırımın üretimdeki yerine göre	Yatay yatırımlar (horizontal) Dikey yatırımlar (vertical)
Yatırımın amacına göre	Kaynağa yönelik Piyasaya yönelik Verimliliğe yönelik Varlığa yönelik
Diğer doğrudan yabancı sermaye yatırımı türleri	Yap-işlet- devret modeli Montaj sanayi Yeniden yatırılan kazançlar

**Kaynak:** Dunning ve Lundan (2008) ve Robert (2016)'den elde edilen bilgiler doğrultusunda tarafımızca oluşturulmuştur.

DYSY'nin sınıflandırılması genel olarak 5 başlık altında toplanmaktadır. Tablo 1.1'de görüldüğü gibi DYSY türleri, yatırımın işletmedeki payına göre, yatırımın yeni



işletme yaratmasına göre, yatırımın üretimdeki yerine göre, yatırımın amacına göre ve diğer DYSY türleri olarak sınıflandırılmıştır.

### **Yatırımın işletmedeki payına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları**

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ev sahibi ülke ekonomisinde farklı şekillerde yer alabilmektedir. Yatırımın doğrudan yabancı yatırım şeklinde ifade edilebilmesi için yabancı yatırımcının ev sahibi ülkedeki söz konusu işletmede minimum %10 düzeyinde hissesinin bulunması gerekmektedir.



**Kaynak:** OECD (2008)'den elde edilen bilgiler doğrultusunda tarafımızca düzenlenmiştir.

Şekil 1.3. Yatırımın İşletmedeki Payına Göre DYSY

Şekil 1.3.'te gösterildiği gibi yatırımın işletmedeki payına göre doğrudan yabancı yatırımlar, ortak girişim (joint ventures) ve tam mülkiyet (full ownership), şirketlerarası birleşmeler (mergers) ve satınalmalar (acquisitions) ve stratejik birleşmeler (strategic alliances) olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

Ortak girişim, iki ya da daha fazla yabancı işletme arasında, bir iş teşebbüsünü yürütmek amacıyla gerçekleştirilen sözleşmeli bir anlaşmadır. Anlaşmaya göre gruplar karı ve zararı paylaşmakta ve sermayenin yönlendirilmesinde, yeni girişimlerde ortak karar vererek maliyeti üstlenmektedirle. (OECD, 2008: 237) Ortak girişimde, birden fazla yabancı işletmenin, yatırım için seçtikleri herhangi bir yabancı ülkede, yerel bir işletmeyle ortaklığı söz konusudur. Ortak girişimde bulunan şirketlerin hukuki varlıkları ve ayrı ayrı tüzel kişilikleri devam etmektedir. Yabancı yatırımcıların ortak girişimi tercih etmelerinin en önemli nedenlerinden ilki hâkim olmadıkları bir ülke piyasasında yer almalarıdır. Burada amaç ev sahibi işletmenin ülke ekonomisi, ülkenin rekabet sistemi, politik yapısı hakkında

derin bilgi ve tecrübelerinden faydalanmaktadır. İkinci etken ise ev sahibi ülkenin ortak girişime teşvik edici politikalarıdır (Weigel, 1989: 74-75).

Tam mülkiyete dayalı bağlı şirket ise, birden fazla yabancı şirketin doğrudan yabancı yatırım için seçtiği ev sahibi bir ülkede, aralarında yerel bir şirket olmadan, bir işletme kurması şeklinde oluşmaktadır. Bu sistemde yatırım yapan ülkelerin ev sahibi ülke hakkında derinlemesine inceleme yapması, ülkenin ekonomik, politik ve teknolojik yapısına hâkim olması gerekmektedir (Erdoğan, 2016: 15, Asiedu ve Esfahani, 2001: 647). Bu da diğer bir yabancı yatırım şekli olan ortak girişime göre daha uzun bir süreçte gerçekleşmektedir.

Diğer bir doğrudan yabancı yatırım türü ise şirketlerarası birleşmeler ve satın almalarıdır. Şirketlerarası birleşme ve satın almalar en genel tanımı ile iki ya da daha fazla şirketin yeni bir şirkette bir araya gelmesidir. (Roberts vd., 2016: 22) Diğer bir tanıma göre ise bu birleşmeler, yabancı yatırımcı bir şirketin, yatırımda bulunmak istediği bir ülkede, yerel bir işletme ile ortaklık kurması şeklinde gerçekleşmektedir. Bu doğrudan yabancı yatırım türünün ortak girişim ile farkı işletmelerin hukuki olarak bağımsızlıklarının yok olmasıdır. Şirket evlilikleri olarak ta bilinen şirketlerarası birleşmenin birçok şekli mevcuttur. Kimi zaman yabancı işletme kendinden daha küçük çaplı bir işletme ile birleşerek ev sahibi ülke ekonomisinde yer almayı hedeflerken, kimi zaman ise kendi şirketi ile aynı düzeyde bir şirketle birleşerek ve küresel piyasalarda ölçek ekonomisinden faydalanarak rekabet üstünlüğü sağlamayı hedeflemektedir. Yatırımcı ülke açısından söz konusu birleşme türünün en büyük avantajı, ortaklık kurduğu ev sahibi ülke işletmesinin, ülkenin hukuki yapısı, politik ve ekonomik yapısı hakkında bilgi sahibi olmasıdır. Ev sahibi ülke işletmesi ise farklı teknolojilere kolay ulaşım, dünya piyasasında yer alma gibi avantajlara sahip olmaktadır (OECD, 2008: 197-198).

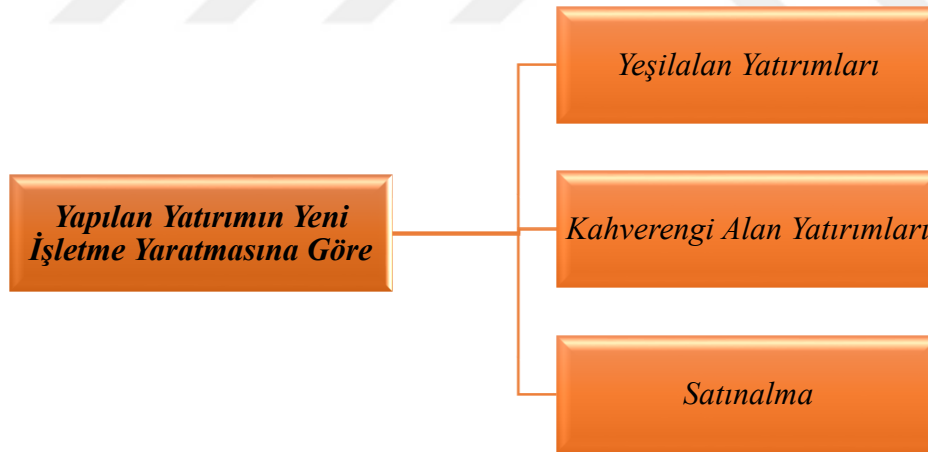
Satınalma şeklinde yapılan doğrudan yabancı yatırım şekli ise, bir yatırımcının yabancı bir ülkede bir işletmeyi satın alması şeklinde gerçekleşmektedir. Bu şekilde yerel işletme tamamen yabancı yatırımcının aidiyetine geçmektedir. Foltz vd. (1996), satın alma şeklinde gerçekleşen yatırımlar ile dikey ve yatay olarak gerçekleşen yatırımları aynı olduğunu ifade etmektedir. Aynı sektörde rekabet içerisinde faaliyet gösteren iki firmadan biri diğerini satın almaya karar verirse bu satın alma türü yatay olacaktır. Dikey satın almada ise satın alınan firma ile satın alan firma üretim sürecinin farklı aşamalarında yer almaktadır.

Yapılan yatırımın işletmedeki payına göre sınıflandırılan diğer bir doğrudan yabancı yatırım türü ise stratejik birleşmedir. Stratejik birleşmede, ilk etapta farklı ülkelerde yer alan iki işletme hisse senetlerinin bir kısmını değiştirmektedir. Bu durum genellikle portföy yatırımı niteliğindedir. Sonrasında ise hisse senetlerinin yanı sıra ortak mal ve hizmet üretimi başlamaktadır (Gür, 2014: 30).

Sonuç olarak, yabancı yatırımcının hangi tür yatırımı tercih edeceği yatırımda bulunmak istediği ülke ve sektöre göre değişim göstermektedir. Yatırımcı, ev sahibi ülke piyasası ve işleyişi hakkında çok fazla bilgi sahibi olmadığı durumlarda riski azaltmak amacıyla ortak girişim şeklinde piyasaya giriş yapabilmektedir. Ülkenin ekonomik ve sektörel işleyişi hakkında tam bilgi sahibi olması durumunda ise o ülkede herhangi bir işletmeyi satın alma şeklinde faaliyet göstermeye başlayabilmektedir.

#### **Yatırımın yeni işletme yaratmasına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları**

Şekil 1.4.'te görüldüğü gibi yatırımın yeni işletme yaratmasına göre doğrudan yabancı sermaye türleri yeşil alan yatırımları (greenfield investment), kahverengi alan yatırımları (brownfield investment) ve satın almalar (acquisitions) olarak ayrılmaktadır.



**Kaynak:** Dunning ve Lundan (2008)'dan elde edilen bilgiler doğrultusunda tarafımızca düzenlenmiştir.

Şekil 1.4. Yapılan Yatırımın Yeni İşletme Yaratmasına Göre DYSY

Yeşilalan yatırımları bir yatırımcının, yabancı bir ekonomide sıfırdan yani bir işletme kurarak üretim faaliyetinde bulunması şeklinde gerçekleşmektedir (Dunning ve Lundan, 2008: 15). Yatırım kararı veren işletme, üretimine uygun ülkeyi seçerek orada yeni bir işletme oluşturmakta ve üretimde bulunmaktadır.

Yeşilalan yatırımları; gerek işletmenin oluşum süreci gerek personel eğitimi gerekse de yatırım yapılan ülkedeki bürokratik ve yasal yapı nedeniyle daha uzun vadede gerçekleşmektedir. Ayrıca bu yatırımlar ev sahibi ülke tarafından sıklıkla tercih edilen yatırım türüdür. Çünkü yeşilalan yatırımları direkt olarak ülkedeki istihdamı ve üretimi artırarak gayrisafi milli hasılanın artmasını sağlamakta ve ülke ekonomisinde büyüme yaratmaktadır (Zeqiri ve Bajrami, 2016: 47; TCMB, 2017:5).

Yeşilalan yatırımlarının yatırımcı işletme adına maliyetleri, riskleri yüksektir ve daha büyük bir sermaye aktarımı gerektirmektedir. Bunun nedeni; yabancı yatırımcının sıfırdan yeni bir işletme kurması, yatırım gerçekleştirdiği ülkenin yasal yapısı, ekonomik yapısı üretim tarzı gibi alanlarında deneyiminin olmamasıdır. Buna rağmen yatırımcı; şirketin bilgilerini aktarmak istememesi, işletmede tek söz sahibi olmak istemesi, elde edilebilecek karı paylaşmak istememesi gibi nedenlerle yeşil alan yatırımlarını tercih edebilmektedir (Calderon vd., 2004:5-6).

Diğer bir DYSY türü ise kahverengi alan yatırımlarıdır. Söz konusu yatırım türü satın alma türü ile yakın kavramlar olarak ifade edilse de temelde farklı kavramlardır. Bu tür yatırımlar yeşil alan yatırımı ve satın alma şeklinde gerçekleşen yatırımların karması niteliğindedir. Kahverengi yatırım türünde yabancı bir piyasada yer almak isteyen yatırımcı, farklı bir ekonomide satın alma ya da kiralama şeklinde yatırımda bulunmaktadır. Satın alma türünden en önemli farkı, burada işletmenin yeniden revize edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla işletmenin yeni bir görünüm kazanması adına, yabancı yatırımcı sermaye aktarımında bulunmaktadır (Meyer ve Estrin, 1998: 1-7).

Satınalma yatırımları ise daha öncede belirtildiği gibi, bir işletmecinin yabancı bir ülkede herhangi bir işletmeyi satın alması şeklinde gerçekleşmektedir. Yabancı yatırımcı genellikle tek söz sahibi olmak amacıyla satın alma ile doğrudan yabancı sermaye yatırımı yoluna gitmektedir.

### **Yatırımın üretimdeki yerine göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları**

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yapılan yatırımın üretimdeki yerine göre yatay (horizontal) ve dikey (vertical) yatırım olmak üzere iki şekilde ele alınmaktadır.

Yatay yatırım, farklı ülkelerde aynı tarz üretim yapan iki işletmenin birleşmesi ya da bir işletmenin yabancı bir ülkede yeni bir işletme satın alarak kendi ülkesindeki ile aynı tarz

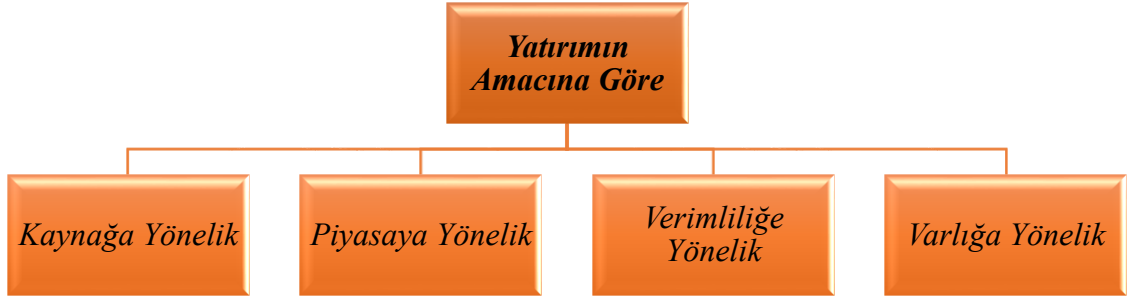
üretim yaparak aynı ürünü üretmesi şeklinde gerçekleşmektedir. İşletmeler ihracattaki uluslararası ticari engelleri aşmak, taşıma maliyetlerini ortadan kaldırmak adına yatay doğrudan yabancı sermaye yatırımları yolunu tercih edebilmektedir. Söz konusu işletme, faaliyetlerini yabancı piyasada hizmete sunmaktadır. Yatay yatırım türünün tercih edilmesinin birçok nedeni vardır. Örneğin, yatırımcı ihracat ile ürünlerini tanıttıkları yabancı piyasalarca ürünlerin aşırı talep görmesi sonucunda bu ülkede yabancı yatırım ile üretim gerçekleştirmeye başlayabilmektedir. Bunun yanı sıra ihracat yapılan ülkedeki gümrük vergilerinden kaçınmak amacıyla da yatay yatırım tercih edilebilmektedir (Roberts, vd, 2016: 10; Hanson, 2001: 10-11).

Dikey yatırım, en genel tanımıyla, tedarik ile ilgili riski azaltma girişimidir (Roberts, vd, 2016: 8). Diğer bir tanıma göre ise üretimin parçalanması anlamına gelmektedir. Üretimin parçalara ayrılması, ülkelerin faktör fiyatları arasındaki göreceli farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Dikey yatırım sisteminde üretimin her aşaması kaynak bakımından ucuz olan farklı ülkelerde yapılmakta ve ürün nihai hale yatırımcının ülkesinde gelmektedir. Herhangi bir ara malın üretiminde kullanılan en önemli girdinin ucuz olduğu ülkede söz konusu ara mal üretilmektedir. Böylelikle yatırımcı kendi ülkesinde yüksek üretimle maliyet yapmaktansa yabancı ülkedeki düşük üretim maliyetinden fayda sağlamaktadır (Protsenko, 2003: 19-21) Braconier'e (2002) göre dış ticaret serbestliği ve ev sahibi ülke ile diğer ülkeler arasında taşıma maliyetlerinin düşük olması, yabancı yatırımcıyı dikey yatırıma yönelten önemli faktörlerden bazılarıdır.

Sonuç olarak dünyada tüm ülkeler aynı düzeyde faktör donanımına sahip değildirler. Kimi ülke sermaye yoğun faaliyet gösterirken kimisi emek yoğun faaliyet göstermektedir. Ayrıca üretimde kullanılmakta olan ara mallar her ülkede farklı fiyatlandırılmaktadır. Böyle durumlarda işletme, üretimi aşamalara ayırmakta ve söz konusu aşamaları farklı ülkelerde gerçekleştirmektedir. Sürecin sonunda ise ürünü nihai haliyle kendi ülkesine getirmektedir.

### **Yatırımın amacına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları**

Yatırımcı, doğrudan yabancı sermaye yatırımında bulunmadan önce amacını belirlemektedir. Bu çerçevede şekillenen doğrudan yabancı yatırım türleri Şekil 1.5.'te ifade edildiği gibi kaynağa yönelik, piyasaya yönelik, verimliliğe yönelik ve varlığa yönelik olmak üzere dört grupta incelenmektedir.



**Kaynak:** Dunning (1994)'ten elde edilen bilgiler doğrultusunda tarafımızca düzenlenmiştir.

Şekil 1.5. Yatırımın Amacına Göre DYSY

Üretim aşamasında bazı doğal kaynakların, üretim yapılan ülkeye taşınması büyük bir maliyete neden olmaktadır. Söz konusu durumda yatırımcı kaynağı ülkesine taşımak yerine, doğrudan yabancı yatırım yoluyla kaynağın olduğu ülke ekonomisine çeşitli şekillerde giriş yapmakta ve üretimini burada gerçekleştirmektedir. Böylece kaynağın taşıma maliyeti ortadan kalmaktadır. Bu tür doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına kaynağa yönelik yatırımlar denilmektedir. Bu türün en büyük örneği demir-çelik fabrikalarının kuruluş yerleridir.

Kaynağa yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımları genel olarak üç şekilde gerçekleşmektedir. Bunlardan birincisi fiziksel kaynak arayan yatırımlardır. Birincil üretim olarak bilinen fiziksel kaynak arayan yatırımların temel amacı; taşıma maliyetini ortadan kaldırarak maliyet minimizasyonu sağlamak ve kaynakların güvenli bir şekilde çıkarılmasını sağlamaktır. Petrol, kömür, çelik gibi madenler ve fosil yakıtlar bu şekilde üretilmektedir. İkincisi işgücüne dayanan yatırımlardır. Söz konusu yatırımlar, işletmenin üretim şekline göre işgücünün yoğun olduğu ya da işgücünün nitelikli olduğu ülkelere yapılmaktadır. Üçüncü tür kaynağa yönelik yatırımlar ise teknoloji arayan yatırımlar olarak ifade edilmektedir. Genellikle gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşen yatırımlar teknolojik ilerlemeden faydalanmayı amaçlamaktadır (Dunning ve Lundan, 2008: 69).

Piyasaya yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ise, yabancı sermaye sahibi, ürününün en çok talep gördüğü ülke piyasalarına ihracatçı olarak girmek yerine direkt olarak o ülkede üretim yapmayı tercih etmektedir. Böylelikle uluslararası ticari engeller ortadan kalkmakta ve işletme, talep yapısını daha iyi bir şekilde analiz etme fırsatı bulmaktadır. Bunun yanı sıra ürünün ihracatı sırasında ortaya çıkan ulaşım maliyetini de ortadan kaldırmaktadır. Verimliliğe yönelik yatırımlarda, firmalar yatırımda buldukları

ülkelerin ölçek ekonomisinden faydalanmayı amaçlamaktadır (Sichei ve Kinyondo, 2012: 2). Varlığa yönelik yatırımlarda ise yabancı yatırımcının asıl amacı tüm dünya geneline yayılmaktır. Bunun için de en uygun ülkelerde faaliyet göstermeye başlayarak, sonrasında çevre ülke ekonomilerine ihracat şeklinde giriş yapmaktadırlar.

### **Özel doğrudan yabancı sermaye yatırımı türleri**

Yukarıdaki sınıflandırmaların yanı sıra doğrudan yabancı sermaye yatırımları farklı kriterlere göre farklı şekillerde de sınıflandırılabilir. Bunlardan ilki ekonomilerde en çok yer almakta olan yap-işlet-devret modelidir.

Yap-işlet-devret modeli, ileri düzey teknoloji gerektiren ve yüksek maliyetli yatırımlardır. Dolayısıyla genellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından yoğun talep görmektedir. Llanto'ya (2008) göre, yap- işlet- devret modeli, uzun vadeli finansal araçlarla finanse edilen, uzun ömürlü varlıkların üretimini ve işletilmesini içeren karmaşık ve uzun vadeli sözleşmeler olarak nitelendirilmektedir.

Kamu finansman sorunu yaşayan ülkeler, köprü, hava alanı, tünel yapımı ve enerji sektörü yatırımları gibi kamusal yatırımların finansmanı için, yabancı yatırımda bulunmak isteyen herhangi bir firmayla anlaşma sağlamaktadır. Anlaşmaya göre yabancı işletme kamusal yatırımın finansmanını karşılamaktadır. Bunun sonucunda ev sahibi devlet tarafından belirlenen süre çerçevesinde yatırımcı işletme söz konusu mal ve hizmeti işletmekte ve süre dolduğunda ise tüm bakımları yapılmış, işler vaziyette ev sahibi kamu kuruluşuna devretmektedir (Erdoğan, 2016: 16; Walker, 1993: 13).

İkinci Dünya Savaşı sonrası, gelişmekte olan ülkelerdeki alt yapı projelerinin çoğu, hükümetlerin denetimi altında gerçekleştirilerek finansmanı ya bütçe kaynakları ya da devlet borçlanması yoluyla ödenmekteydi. 1970'li yılların sonunda ve 1980'li yılların başında gelişmekte olan ülkeler, bu projelere finansman sağlamak için alternatif aramaya başlamıştır. Bunun en önemli nedeni, gelişmekte olan ülkelerin artan nüfus oranı ve ekonomik büyümelerini karşılayacak yeni alt yapı ihtiyacının doğmasıdır. 1970'li yıllarda yap-işlet-devret modeli özellikle petrol ve gaz arama, çıkarma çalışmalarının finansmanında kullanılmıştır. Bunun yanı sıra, ABD'de ve diğer gelişmiş ülkelerde, benzer finansman teknikleri, enerji santrallerinin inşasında, köprülerin ve tünellerin yapımında kullanılmıştır (Augenblick ve Custer, 1990:1-2).

Yap-işlet-devret modelinin kamu kuruluşları tarafından talep edilmesinin birçok avantajı vardır. Bunlardan ilki kamunun finansman yükünü azaltmasıdır. Yap- işlet devret modeli sayesinde yatırım, yabancı yatırımcı tarafından gerçekleştirilmektedir. Bununla birlikte de devletin finansmanına ihtiyaç duyulmamaktadır. Diğer bir avantaj ise ülkeye ileri teknolojinin girmesidir. Bu durum özellikle emek yoğun ve yetersiz teknolojiye sahip ülkeler açısından büyük önem taşımaktadır. Modelin en önemli dezavantajı ise, yatırımın karar ve gerçekleşme sürecinin uzun ve karmaşık bir prosedüre sahip olmasıdır (Yüzer, 2007: 5-6).

Diğer bir özel doğrudan yabancı yatırım şekli ise yeniden yatırılan kazançlardır. DYSY'de bulunan şirketler, gerçekleştirdikleri yatırım sonrası belli bir kar payı elde etmektedirler. OECD (2001) tanımına göre, karın bir kısmının belirlenen dönem sonunda dağıtılmayıp, tekrar yatırıma dönüştürülmesi durumunda buna yeniden yatırılan kazançlar adı verilmektedir. Bu yatırımlar genellikle karın ana ülkeye dönüşünün sorun yarattığı durumlarda ortaya çıktığından zorunlu yatırımlar olarakta nitelendirilmektedir. Özel doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sonuncusu montaj sanayidir. Montaj sanayisinde, doğrudan yabancı yatırım kararı alan bir firma çeşitli şekillerde yabancı ekonomilere giriş yapmaktadır. Üretim kararı aldığı ürünün en önem teşkil eden ara mallarını kendi ülkesindeki ana işletmede üretmektedir. Sonrasında bu ara malları ev sahibi ülkeye transfer ederek montajının söz konusu ülkede gerçekleşmesini sağlamaktadır. Ev sahibi işletmeler genellikle sadece montajın yapıldığı ve çok küçük ara malların üretildiği işletmelerdir. Burada en önemli amaç, ürünü talep eden piyasalarda yer almaktır (Erdoğan, 2016: 17).

### **1.2.1.3. Tam rekabet piyasası varsayımına dayanan doğrudan yabancı sermaye yatırımları türleri**

Tam rekabet piyasası en genel tanımıyla hiçbir engellemenin olmadığı piyasayı ifade etmektedir. Piyasasın dört belirgin özelliği mevcuttur. Bunlar, sınırsız alıcı ve satıcıyı ifade etmekte olan atomisite koşulu, tüm ürünlerin aynı olduğunu ifade eden homojenlik koşulu, piyasaya konu olan alıcı ve satıcıların hiçbir hareket engelini olmaması anlamına gelmekte olan mobilite koşulu ve bilgiye ulaşım anlamına gelmekte olan açıklık koşudur. Tam rekabet piyasası varsayımına dayanan doğrudan yabancı sermaye teorileri; getiri oranlarında farklılık teorisi, portföy teorisi ve pazar büyüklükleri teorisi olmak üzere üç grupta incelenmektedir.



## Getiri oranlarında farklılık

Getiri oranlarında farklılık hipotezi doğrudan yabancı sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik teoriler arasında ilk sırada yer almaktadır. En genel tanımıyla teori, sermayenin düşük getirisi olan ülkelerden yüksek getiri oranları olan ülkelere gitmesi anlamına gelmektedir (Agarwal, 1980: 471-473).

Ülkeler faktör donanımları açısından farklı özelliklere sahiptirler. Gelişmiş ülkelerin büyük kısmı sermaye yoğun ülkeler iken, gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmı ise emek yoğun ülkelerdir. Getiri oranlarında farklılık teorisine göre, sermaye yoğun gelişmiş ülkeler üretim kararı aşamasında kendi ülkelerinde üretim yaptıkları takdirde elde edecekleri marjinal getiri ile gelişmekte olan emek yoğun bir ülkede üretim yaptıklarında elde edecekleri marjinal getiriyi karşılaştırmaktadır. Bunun sonucunda diğer ülkede üretim yapıldığında marjinal getiri oranı daha yüksek belirlenirse, üretimi kendi ülkelerinden ziyade diğer ülkede gerçekleştirmektedir.

Teorem, 1950'li yılların sonlarında ABD'deki işletmelerinin Avrupa ülkelerinde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını arttırmasıyla yaygınlık kazanmıştır. Bu yıllarda ABD'nin Avrupa ülkelerinde yaptığı yatırımlar ile bu yatırımları kendi ülkesinde yapması halinde ortaya çıkacak kazançlar karşılaştırılmıştır. Bunun sonucunda ise gerek vergi kesintileri gerekse ara malların taşınması gibi nedenlerle yabancı yatırımın karının daha düşük olacağı ortaya koyulmuştur. Fakat buna rağmen 1960'lı yıllarda hala Amerikan firmaları Avrupa ülkelerindeki yatırımlarını arttırmaya devam etmiştir (Lizondo, 1990: 2-3).

Getiri oranlarındaki farklılık teoreminin sürdürülebilirliği ve geçerliliği, yıllar itibarıyla sorgulanmıştır. Teoreme göre, işletmelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımına yönelmesinin temel amacı karı maksimum kılmaktır. Fakat ilerleyen yıllarda risk kavramı önem kazanmaya başlamıştır. Yatırımın getirisinin yüksek olmasının yanı sıra ev sahibi ülke riskinin yüksek olması yatırım kararını etkilemeye başlamıştır. Yatırımcının risk ve getiri arasında karar vermesinin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu durum teoremin güvenilirliğini etkilemiştir (Moosa, 2002: 25). Söz konusu teorem bazı ampirik çalışmalara konu olarak birçok kez test edilmiştir. Bu analizler sonucunda ise teori yeteri kadar destek bulamamıştır. Bandera ve White (1968), DYSY'nin nedenleri ve belirleyicilerini ortaya koymak amacıyla bir çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışma sonucunda, sermaye hareketlerinin ön koşulunun ülkelerarası getiri oranlarındaki farklılıklar dışında getirinin yeterliliği olduğu belirlenmiştir.

Farklı karlılık ölçütleri kullanarak gerçekleştirilen diğer bir çalışmanın sonucunda Walia'ya (1976) göre, işletmelerin getiri oranlarından kar sağlamak amacıyla DYSY'ye yöneldiklerine dair ortaya koyulan hipotez desteklenmemiştir. Awargal (1980), özellikle çokuluslu işletmelerin DYSY'deki amacının her zaman kar maksimizasyonu olmadığını savunmuştur. Analiz sonucuna göre yatırımcı, ev sahibi ülkede daha yüksek ölçek ekonomileri elde etmek ya da piyasaya yeni rakiplerin girişini engellemek gibi nedenlerle daha düşük kar oranlarını kabul etmektedir. Bu nedenle de getiri oranlarındaki farklılık teorisi DYSY'nin açıklanması konusunda yetersiz kalmaktadır.

### **Portföy teorisi**

Getiri oranlarındaki farklılık teorisi, yatırımcının kar oranına odaklanarak ülke riski faktörünü yok saymaktadır. Bunun sonucunda da hipotezin yetersiz kalmasıyla portföy teorisi önem kazandırmıştır. Portföy teorisinin geniş tanımını Tobin ve Markowitz tarafından 1959 yılında oluşturulmuştur. Teoriye göre doğrudan yabancı sermaye yatırımında bulunacak işletme için risk faktörü büyük önem teşkil etmektedir. Yatırımcı yatırım kararı sürecinde ülke riski ya da yüksek faiz oranı arasında tercih yapmaktadır. Riski azaltmak amacıyla yatırımcı portföy çeşitlendirme yoluna gitmektedir (Markowitz, 1959: 3-7).

Markowitz'e (1959) göre yatırımcılar DYSY'ye yöneldiğinde yalnızca getiri oranlarını değil bunun yanı sıra riski de dikkate almaktadır. Yatırım kararında getiri oranları pozitif etki yaratırken, yatırımın gerçekleşecek olduğu ülkedeki risk oranı ise negatif etki yaratmaktadır. Bu nedenle de portföy çeşitlendirilmesi yatırımcının riskini azaltmaktadır.

Portföy teorisi, ülkelerin farklı risk düzeylerine ve buna bağlı olarak farklı faiz oranlarına sahip olduğunu vurgulamaktadır. Söz konusu risk oranı ve faiz oranları arasında negatif ilişki mevcuttur. Bunun yanı sıra yatırım yapılacak ülkenin risk düzeylerini belirlemek yüksek maliyet yaratan bir fizibilite sürecini gerektirmektedir. Bu nedenle doğrudan yabancı sermaye yatırımında bulunacak olan yatırımcı ülke işletmesi, risk ve faiz oranı arasında seçim yapmak zorunda kalmaktadır. Teoriye göre en karlı yatırım türü farklı ülkelerde farklı yatırım türleri gerçekleştirerek portföy çeşitliliği sağlamak ve riski bölmektir.

Portföy teorisi pek çok analize konu olmasına rağmen herhangi kesin bir sonuca ulaşamamıştır. Özellikle Ragazzi (1973), teoriye göre risk kavramının bu denli önemli olmasına rağmen, yatırımcıların portföy yatırımlarından ziyade DYSY'ye yönelmelerinin

nedenlerini analiz etmiştir. Çalışma sonucunda ise menkul kıymet borsasının, endüstriyel risklerin çok üzerinde risk barındırdığı sonucuna ulaşmıştır. Bunun nedeni olarakta, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sistemli olmayan menkul kıymet borsalarına sahip olduğunu ve bu nedenle de yatırımcının çoğunlukla DYSY yolunu tercih ettiğini vurgulamıştır.

Özetle, DYSY'yi açıklamaya yönelik ortaya koyulan portföy yatırımları teorisi, ülke seçiminde risk ve getiri faktörlerini bir arada ele almaktadır. Fakat yatırımcı için yalnızca risk ve getiri analizi yeterli değildir. Bunun yanı sıra yatırımcıları yabancı yatırıma iten sebepler arasında farklı pazarlarda yer alma isteği, ölçek ekonomilerinden faydalanma isteği gibi birçok neden de bulunmaktadır. Böylece teori ortaya çıktığı yıllarda eleştirilere maruz kalmıştır. Ama özellikle son yıllarda birçok ülkenin menkul kıymet piyasasının daha organize ve şeffaf bir hale gelmesi sonucunda DYSY bağlamında ortaya koyulan teori portföy yatırımları açısından da uygulanmaya başlamış ve önem kazanmıştır.

### **Çıktı ve pazar büyüklüğü teorisi**

Çıktı ve Pazar büyüklüğü teorisi, Neo-Klasik iktisat kapsamında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını açıklamakta kullanılan bir hipotezdir. Teoriye göre, yatırımcı ülke işletmesi, doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmak için yöneleceği ülkenin pazar büyüklüğünü dikkate almaktadır. Pazar büyüklüğü kavramı birçok farklı şekilde incelenmektedir. Bunlardan ilki ülkenin gayrisafi yurtiçi hasılası (GSYH)'dır. Yatırımcı gayri safi yurtiçi hasılası artış göstermekte olan ülkeleri tercih etmektedir. Diğer bir ölçüt ise ülkenin çıktı düzeyidir. Çıktı düzeyi yüksek olan ülkenin herhangi bir risk barındırmadığı düşünülmektedir (Agarwal, 1980: 746-748).

Çıktı ve Pazar büyüklüğü teorisi, çıktı ve piyasa büyüklüğü teorisi olarakta adlandırılmaktadır. Bir ülkenin pazar hacmi, üretim düzeyi, çıktı miktarı, satış miktarı yatırımcı ülke açısından gösterge niteliği taşımaktadır. Ev sahibi ülkenin çıktı ve satış miktarındaki artış GSYH düzeyini arttırmaktadır. Bu da ülkedeki üretimin düzeyini belirlemektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırıma yönelik yatırımcı, tüm bunları detaylı bir şekilde inceleyerek ülke seçiminde bulunmaktadır

Teoriyi analiz etmek amacıyla yıllar itibarıyla birçok çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalardan biri Scaperlanda ve Mauer (1969) tarafından ABD verileri kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Çalışma kapsamında piyasa büyüklüğünün DYSY için önem teşkil

ettiği sonucuna varılmıştır. Golberg'e (1972) göre ise DYSY yatırımları pazar büyüklüğünden ziyade pazarın sürekli bir büyüme halinde olmasıyla ilişkilidir. Wang ve Swain'e (1995) göre ev sahibi ülkenin reel GSYİH düzeyi, ölçek ekonomileri ve ülkedeki yasal düzenlemeler DYSY için büyük önem teşkil etmektedir. Artige ve Nicolini'ye (2006) göre ise ülkelerin GSYH oranları diğer değişkenlere göre DYSY üzerinde en önemli pozitif etki yaratan değişkendir.

Sonuç olarak ev sahibi ülkedeki çıktı miktarının ve pazar büyüklüğünün DYSY girişlerini arttırdığı görülmektedir. Fakat yapılan analizler çerçevesinde özellikle son yıllarda yalnızca söz konusu değişkenler, DYSY için yeterli değildir. Yatırımcı işletmenin yatırım amacı ve ulaşmak istediği hedef yatırım yapılan ülke seçiminde büyük rol oynamaktadır. Teorinin bir diğer eleştiri noktası ise yatırımda bulunulması planlanan ülkelerin iktisadi verilerine ulaşılmasının zor olmasıdır.

#### **1.2.1.4. Eksik rekabet piyasası varsayımına dayanan doğrudan yabancı sermaye yatırımları teorileri**

Tam rekabet piyasası varsayımlarında yer almakta olan koşullardan herhangi birinin aksaması sonucu ortaya çıkan piyasalara aksak rekabet piyasaları ya da eksik rekabet piyasaları denilmektedir. Eksik rekabet piyasası varsayımına dayanan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, Hymer- endüstriyel örgütlenme teorisi, içselleştirme teorisi, coğrafi konum teorisi, Oli teorisi, ürün yaşam devreleri teorisi ve oligopolistik tepki teorisidir.

#### **Hymer-endüstriyel örgütlenme teorisi (endüstriyel organizasyon teorisi)**

1976 yılında Hymer tarafından ortaya koyulan ve sonrasında Kindleberger, Caves (1988) ve Dunning (1988) gibi iktisatçılar tarafından katkı sağlanan endüstriyel örgütlenme teorisi aksak rekabet piyasaları kapsamında doğrudan yabancı sermaye hareketlerini açıklayan teoriler arasında yer almaktadır (Moosa, 2002: 30).

Hymer'e (1976) göre, işletmelerin yabancı ülke pazarlarında yer almaları kendi ülkelerinde üretimde bulunmalarına kıyasla birçok açıdan daha zordur. Bunlardan ilki yatırımın gerçekleştirilmesi düşünülen ülke ile olan kültürel farklılıklardır. Her ülkenin kendine özgü sosyal yapısal farklılıkları mevcuttur. Yabancı yatırımla ülkede yer almaya çalışan yatırımcı işletme, ülkenin söz konusu özelliklerine uyum bağlamında problemlerle karşılaşabilmektedir. Bu durum da yabancı firmanın üretimine yansımaktadır. Yabancı

yatırımcı için bir diğer önemli faktör ise risk oranıdır. Yatırımın gerçekleştirileceği ülkenin risk oranı objektif olarak bilinmesi zor ve maliyetli bir işlemdir. Bunun yanı sıra birçok risk çeşidi mevcuttur. Yatırımcı henüz yeni yer almaya başladığı bir piyasada riski de kabul etmek zorundadır.

Bazı işletmeler belirli bir alanda uzmanlaşma yoluna giderek bu alanda diğer işletmelere göre daha üstün niteliklere sahip hale gelebilmektedir. Böyle bir durumda söz konusu işletme dünya pazarında farklı şekillerde yer alabilmektedir. Bunlardan biri de ihracattır. Fakat bazı durumlarda yabancı ülkeye ihracat yoluyla girmek; giriş engelleri, ülkelerin ekonomik kıstasları, uygulamış olduğu sınırlamalar, ürünün taşınma maliyetinin yüksek olması gibi nedenlerle zor olabilmektedir. Bu durumda da yabancı yatırımcı DYSY yoluyla ülke piyasasında yer almayı tercih etmektedir. Hymer'in endüstriyel teorisinin temeli de şirketlerin tüm dezavantajlara rağmen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yönelmesinin nedenlerini ortaya koymaktır. Hymer rekabet kavramına büyük önem vermiştir. Piyasada oluşan rekabetin işletmelerin kar oranını düşüreceğini, bundan dolayı işletmelerin birleşerek çok uluslu şirketler haline gelmesi gerektiğini, böylece karların maksimum seviyede gerçekleşeceğini savunmuştur. Bunun yanı sıra birçok ülkenin çeşitlendirme amacıyla yabancı yatırıma yöneldiğini vurgulamıştır (Hymer, 1976: 37-42).

Özetle, endüstriyel örgütlenme teorisi, getiri oranlarında farklılık, portföy teorisi ve pazar büyüklüğü teorisini kapsar niteliktedir. Ayrıca Hymer, teorisinde rekabet ve uzmanlaşmanın da DYSY için ayırt edici özellikler arasında olduğu vurgulamıştır. Fakat ülkelerin coğrafi konumu gibi özelliklerini göz ardı etmektedir.

### **İçselleştirme teorisi**

İçselleştirme teorisi ilk olarak 1937 yılında Coase tarafından ortaya atılmıştır. Teori firmaların ihracat, ithalat ve lisanslamaya karşın doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yönelme sebeplerini açıklamaya yönelik oluşturulmuştur.

Teori, firmaların üretim ve dağıtım aşamasında ortaya çıkabilecek aksaklıklara değinmektedir. Bunlardan ilki üretimde kullanılmakta olan ara ürünlerin tedariginde oluşabilecek sorunlardır. Bunun ortadan kalkması için işletmeler diğer tedarikçi firmalarla çoğu zaman kısa vadeli anlaşmalar yerine uzun vadeli anlaşmaları tercih etmektedir. Uzun vadeli anlaşmalar gelecekte ortaya çıkabilecek ekonomik krizlerin ya da diğer işletmede oluşabilecek belirsizlikleri ortadan kaldırmamaktadır. Bu nedenle de işletmeler ortaya

çıkabilecek aksaklıkları gidermek için üretimde iş birliği içerisinde olduğu uluslararası diğer işletmeleri içselleştirme yolunu tercih etmektedir (Coase, 1937: 390-391).

Coase'ye (1927) göre, işletmelerin üretim açısından en önemli göstergesi işlem maliyetidir. Çünkü firmaların asıl amacı işlem maliyetini azaltmaktır. Bu doğrultuda işletmeler var olan maliyetlerini göz önünde bulundururken, tedarik sürecinde ve ürünün pazara sunulması sürecinde ortaya çıkan maliyetleri de baz almaktadır. İçselleştirme kararı alan bir işletme söz konusu maliyetler ile içselleştirme yoluyla yabancı yatırımda bulunduğu takdirde katlanmakta olacağı maliyetleri karşılamaktadır. Bunun sonucunda içselleştirme kararı verebilmektedir.

Buckley (2000)'e göre içselleştirmenin tercih edilmesinin birçok nedeni vardır. Bunlardan ilki işletmenin dışa bağımlılığını azaltmaktır. Firma bu doğrultuda gerek hammadde gerekse kullanmakta olduğu teknolojiyi üreten işletmeleri satın alarak içselleştirmektedir. Böylece üretim aşamasında ortaya çıkabilecek aksaklıkları giderme yolunu tercih etmektedir. Diğer bir neden ise yüksek risk ve belirsizliktir. İçselleştirme yoluyla işletme diğer bağlı olduğu işletmelerde DYSY'de bulunarak riski minimuma indirmeyi hedeflemektedir. İçselleştirmenin lisanslama ile dış piyasalarda yer almak yerine tercih edilmesinin bir diğer nedeni ise şirket sırlarının, üretim aşamalarının ve kullanılan teknolojinin diğer işletmeler tarafından öğrenilmesinin engellenmesi ve piyasada tekel haline gelmek istenmesidir.

Teori özellikle Buckley (1988) tarafından gerçekleştirilen çalışma ile eleştirilmiştir. Çalışmaya göre içselleştirme teorisi, DYSY yatırımlarını açıklamaya yönelik teoriler arasında yer almasına rağmen yetersiz kalmaktadır. Bunun en önemli nedenlerinden biri test edilmesinin zorluğudur. Bu nedenle de dinamik unsurların da dahil edildiği özel teoriler üretilmelidir. Ayrıca işlem maliyetlerinin ölçülmesi teori bağlamında büyük öneme sahiptir. Bu kapsamda ayrıntılı incelemeler yapılmalıdır.

### **Coğrafi konum teorisi**

Coğrafi konum teorisi, temel olarak üretimde kullanılmakta olan bazı üretim faktörlerinin mobilite özelliği taşınamaması nedeniyle büyük öneme sahiptir. Meyer'e (1998) göre yatırımcı firma, hareketlilik özelliğine sahip olmayan, üretim faktörlerinin bulunduğu ülkelerde işletme kurarak ya da var olan bir işletmeyi devralarak ev sahibi ülke piyasasında

yer alma yoluna gitmektedir. Üretim faktörü kimi zaman işgücü kimi zaman hammadde niteliğinde olmaktadır.

Bazı ülkeler işgücü göçüne izin vermemekte ya da kısıtlamalar getirmektedir. Bunun yanı sıra bazı ülkelerde ise işgücü daha ucuz ya da daha kalifiye niteliktedir. Böyle durumlarda yatırımcı söz konusu ülkede DYSY yoluyla faaliyet göstermektedir. Günümüzde bunun en büyük örneği; ABD şirketlerinin işgücü yoğun ve ucuz olduğu ülkelerde işletme kurarak üretimde bulunması olarak gösterilmektedir.

Yabancı yatırımcının ülke seçiminde ev sahibi ülkenin işgücü piyasasının ve ücret seviyesinin etkilerini incelemek amacıyla birçok çalışma gerçekleştirilmiştir. Yapılan analizler sonucunda Reidel (1975), Culem (1988), Lemoine (1998) ve Compos ve Kinoshita(2003) yabancı yatırımın yüksek ücretli ülkelere düşük ücretli ülkelere doğru gerçekleştiğini savunmaktadır. Diğer yandan, Kravis ve Lipsey (1982), Wheeler ve Mody (1990) ve Lucas (1993) ortaya koydukları çalışmalarda ev sahibi ülkedeki işgücü ücretlerinin DYSY üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Coğrafi konum teorisi sadece işgücü bağlamında ele alınmamaktadır. Bunun yanı sıra üretimde kullanılan hammaddelerin de yatırımcı için ülke seçiminde önemi büyüktür. Özellikle taşıma maliyetleri yüksek olan, taşımanın imkansız olduğu ya da tarımsal ürün gibi hammaddenin bozulma riski olduğu durumlarda, yatırımcı doğrudan yabancı sermaye yatırımına yönelmektedir.

Hood ve Young (1979) coğrafi konum teorisini dört temel nedene dayandırmaktadır. Bunlardan ilki işgücü maliyetidir. Ülkelerde girişlerin kontrol altına alınması ya da kısıtlanması gibi düzenlemeler işgücünün ülkelerarası mobilitesini engellemektedir. Bu durum aynı zamanda reel ücretler arasında farklılıklara yol açmaktadır. Bu gibi durumlarda coğrafi konum teorisi büyük önem arz etmektedir. Üretimde bulunmak isteyen işletmeler DYSY yoluyla, ucuz işgücü faktörünün olduğu yerleri seçmektedir. İkinci etken ise pazarlama faktörüdür. Ev sahibi ülkenin pazar büyüklüğü, gelişmişlik düzeyi ve bölgesel konumu gibi faktörler, işletmeleri doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile söz konusu ülkede faaliyet göstermeye yöneltebilmektedir. Bir diğer faktör, ticari engellerdir. Ülkelerin uyguladıkları ticari engeller firmaları, ihracat ve doğrudan yabancı yatırım arasında seçim yapmaya itmektedir. Sonucusu ise hükümet politikalarıdır. Ülkelerin uygulamakta

oldukları para ve maliye politikaları yatırımcı için ülke seçiminde büyük önem teşkil etmektedir.

Moore'ye (1993) göre, piyasanın büyüklüğü, ev sahibi ülkedeki ucuz işgücü ve yatırımcı şirketin özel hedefleri ülke seçiminde büyük önem teşkil etmektedir. Bellak vd.'ne (2007) göre ise, ev sahibi ülkeye giriş yapan DYSY'lerin temel belirleyicileri, ülkenin büyüklüğü ve uzaklığıdır. Bu nedenle de ev sahibi ülke hükümetinin yatırım çekmek için ülkeler arası mesafeyi azaltacak soyut ve somut alt yapı çalışmalarına yönelmesi gerekmektedir.

### **Oli teorisi (Ekliktik teorisi)**

Dunning (1977, 1979, 1988) tarafından geliştirilen ekliktik teorisi; DYSY'yi açıklamaya yönelik en geniş kapsamlı teoridir. Ekliktik teorisi; endüstriyel organizasyon teorisi, içselleştirme teorisi ve konum teorisinin ortak paydada birleşimi niteliğindedir. Teori temel olarak üç sorudan yola çıkarak oluşturulmuştur. Bunlardan ilki ülkede herhangi bir ürüne olan talebin neden yerli firmalar tarafından üretilmediği ya da ithalat yoluyla karşılanmadığıdır. İkincisi, üretimde bulunmak isteyen bir işletmenin neden kendi ülkesinde üretim yapmayıp başka bir ülkeyi tercih ettiği. Sonuncusu ise işletmelerin niçin doğrudan yabancı yatırıma yöneldikleridir (Dunning, 1988: 2-8).

Dunning'e (1977) göre ekliktik teorisi, OLI teorisi olarak adlandırılmaktadır. OLI kavramı üç teorisin açıklımını ifade etmektedir. O, (ownership) mülkiyet, sahiplik anlamına gelmekte ve endüstriyel organizasyon teorisini kapsamaktadır. Buna göre, yatırımda bulunacak işletmelerin özellikleri büyük önem taşımaktadır. İşletmeyi DYSY'ye yönlendirmekte olan, işletmenin üstünlükleridir. Düşük maliyetli üretim özelliklerine sahip olan ve ölçek ekonomisi avantajlarından faydalanmak isteyen firma, doğrudan yabancı sermaye yatırımları yolunu tercih edebilir. Bunun yanı sıra şirketin gizlilik politikası, kullanılan ileri teknoloji ve şirketin kendine özgü üretim anlayışı gibi etkenler de yatırımcıyı üretim için başka ülkeler arama yoluna itebilmektedir.

L (location), konum teorisinin özelliklerini ifade etmektedir. Konum teorisi yatırıma ev sahipliği yapabilecek olan ülkenin kendine özgü özelliklerini kapsamaktadır. Ülkenin ucuz, kolay ve donanımlı işgücüne sahip olması büyük önem taşımaktadır. Çoğu işletme üretimini gerçekleştirirken ülke seçiminde işgücüne büyük önem vermektedir. Bunun yanı



sıra üretimde kullanılan doğal kaynaklara yakınlık, taşıma maliyetlerini düşürmek firmaların ülke seçiminde dikkate aldıkları kriterler arasında yer almaktadır. (Dunning, 2000: 164).

I (internalization), içselleştirme kavramını ifade etmektedir. İçselleştirme işletmelerin; hammadde tedarik ulaşım gibi birçok alanda dışa bağımlılığını azaltarak riski minimuma indirmek amacıyla üretime konu olan ürünün tüm fonksiyonlarını kendi gerçekleştirmesi olarak ifade edilmektedir. İşletme bu sistemle; üretimde ortaya çıkabilecek aksaklıkları bertaraf etmeyi ve maliyetleri düşürmeyi amaçlamaktadır (Dunning, 2000: 164).

Buckley'e (2000) göre ekliktik teorisi ÇUŞ'lar açısından üç büyük avantaj sağlamaktadır. Bunlar; işletmeye özgü avantajlar, konuma özgü avantajlar ve içselleştirme avantajlarıdır. Çok uluslu şirketler; patent ve uzmanlık gibi maddi olmayan varlıklar da dahil olmak üzere dış pazardaki rakiplerine karşı önemli düzeyde üstünlüklere sahiptir. Bu özelliğiyle ekliktik teorisi, firmaların neden diğer ülkelerde faaliyet göstermekte olduğunu işletmeye özgü avantajlarla açıklamaktadır. Konuma özgü avantajlar ise belirli bir ülkeye özgü avantajları kapsamaktadır. Bunlar, hammaddeye yakınlık, ucuz ve kalifiye işgücü, devlet müdahalelerinden arınmak, ulaşım maliyetinden kurtulmak gibi ayrıcalıkları ifade etmektedir. Son olarak içselleştirme avantajları bir işletmenin diğer işletmelerle genellikle hammadde bağlamında alım satım yapmaları yerine içselleştirmeye yönelmesini açıklamaktadır. İçselleştirme kavramı, hammadde kaynaklarının mülkiyetini satın almadan, ürün dağıtımından ulaşım firmalarına kadar birçok aşamayı kapsamaktadır. DYSY gerçekleştiren işletme içselleşme yolu ile sadece hammadde, ara mal üreten işletmeleri ya da üretimin diğer aşamalarında yer alan faktörlerin tedarikçi firmalarını satın alarak, üretimde ortaya çıkması olası sorunları bertaraf etme yolunu seçmektedir. Yabancı işletmeler içselleştirme yolu ile riski minimum seviyeye indirmeyi hedeflemektedir. Bu özelliğiyle teori, işletmelerin neden lisanslama, ihracat ve ithalat yöntemlerinin yerine doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yöneldiğini açık bir şekilde ifade etmektedir.

Tablo 1.2. DYSY Türleri Açısından Ekliktik Teorisi

Uluslararası DYSY Çeşitleri	Mülkiyet Avantajı (O)	Konum Avantajı (L)	İçselleştirme Avantajı (I)	Örnekleme
<b>Doğal Kaynak Arayışı</b>	Sermaye, teknoloji Pazara erişim Tamamlayıcı varlıklar Pazarlık gücü Ölçek ekonomileri	Doğal kaynakların bulunması Ulaştırma ve iletişim alt yapısı Vergi ve teşvikler	İstikrarlı fiyatlarla ara mallara ulaşım Uluslararası pazarda söz sahibi olmak	Petrol, yağ, bakır, boksit, ananas, muz, kakao, otel işletmeciliği
<b>Pazar Arayışı</b>	Sermaye Teknoloji Bilgi yönetimi Organizasyon becerileri Ölçek ekonomiler	Ara mal ve işçilik maliyeti Pazar büyüklüğü Piyasa özellikleri	Ulaşım maliyetleri azaltmak Mülkiyet haklarını korumak	Bilgisayar, Motorlu taşıtlar, İlaçlar Finansal hizmetler
<b>Etkinlik Arayışı</b>	Yukarıda bahsedilenlerin yanı sıra pazara erişim, Coğrafik farklılıklar	Uzmanlık Düşük işçi ücretleri	Dikey ya da yatay farklılıkları ortadan kaldırmak	Motorlu taşıtlar Elektrikli aletler İşletme servisleri Giyim sektörü İlaçlar
<b>Stratejik Varlık Arayışı</b>	Yukarıda adı geçenlerin tümünü kapsamaktadır	Firmanın yeterli olmayan teknolojesi	Ortak yönetim ekonomiler oluşturmak Gelişmiş rekabet alanı ve stratejik avantajlar sağlamak Riski azaltmak	Bilgi yoğun endüstriler

**Kaynak:** Dunning ve Lundan, 2008: 104-105

Tablo 1.2’de doğrudan yabancı sermaye yatırımları, doğal kaynak arayan DYSY, pazar arayan DYSY, etkinlik arayan DYSY, stratejik varlık arayan DYSY olarak sınıflandırılmakta ve DYSY türleri örneklerle açıklanmaktadır. Ayrıca DYSY’nin ekliktik (OLI) teorisinin kapsamı olan mülkiyet, konum ve içselleştirme bağlamında türleri ele alınmakta ve bu türlerde ekliktik teorisinin sağladığı avantajlar vurgulanmaktadır. Örneğin doğal kaynak arayışıyla DYSY’ye yönelen işletmeler, ekliktik teorisi kapsamında sermaye ve teknoloji gibi faktörleri ev sahibi ülkeye getirerek mülkiyet avantajı elde etmekte böylece ölçek ekonomisinden faydalanmaktadır. Ayrıca, ev sahibi ülkede üretim yaparak hem doğal kaynaklara kolay ulaşım sağlamakta hem de ulaşım masraflarından kaçınarak konum avantajı sağlamaktadır. Bunun yanı sıra yabancı işletme riskleri ortadan kaldırmak amacıyla tedarik zincirinde yer alan işletmeleri satın alarak içselleştirme avantajı elde etmektedir. Bu alanda en önemli örnek maden işletmeleri olarak gösterilebilir.

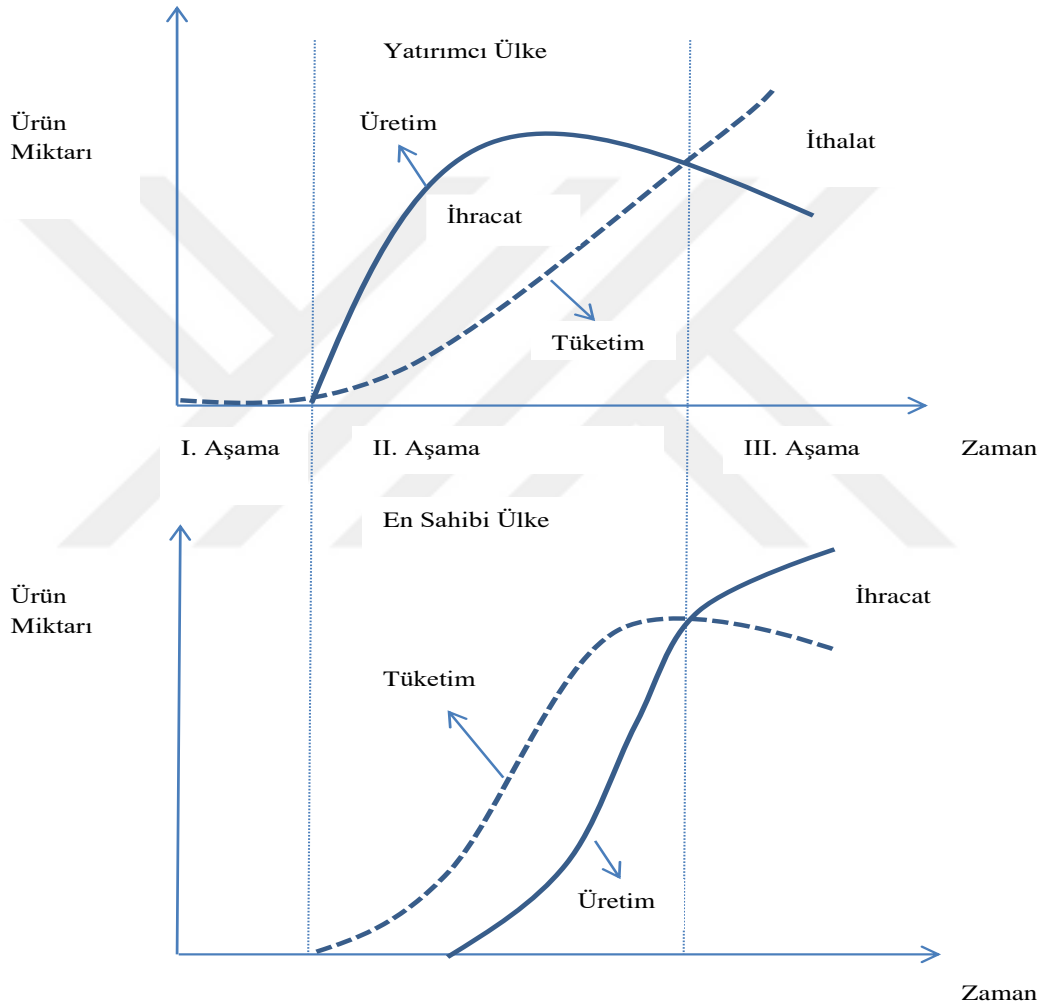
Mathews’e (2006) göre OLI teorisi gelişmiş ülkelerde yer alan çok uluslu işletmelerin DYSY’lerini açıklamaya yönelik olarak oluşturulmuştur. Fakat gelişmekte olan ülkelerdeki çok uluslu işletmelerin DYSY’de bulunmalarının nedenlerine yer vermemiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki şirketler de özellikle son yıllarda yabancı yatırımda bulunarak uluslararası piyasada yer almaktadır. Dolayısıyla da ekliktik teorisi her ne kadar DYSY bağlamında önemli bir teori olsa da gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin yatırımlarını açıklama konusunda yetersiz kalmaktadır.

### **Ürün yaşam devreleri teorisi**

Ürün devreleri teoremi Vernon tarafından 1966 yılında yayınlanan “International Investment and International Trade In The Product Cycle” adlı makale ile literatüre sunulmuştur. Teori, İkinci Dünya Savaşı sonrası, Amerikan firmalarının batı Avrupa’da yapmakta oldukları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını açıklamaya yönelik olarak oluşturulmuştur (Denisia, 2010: 106).

Vernon 1979 yılında yayınladığı makalesinde iletişim ağında meydana gelen değişiklikleri ve çevresel faktörlerdeki iyileşmeyi göstererek ürün yaşamları teorisinin önemini vurgulamıştır (Vernon, 1979: 258-260). Ürün yaşam devreleri teorisini açıklamada Vernon (1966), Amerikan firmalarını ele almaktadır. Çalışmaya göre, Amerikan işletmeleri icat aşamasında yüksek gelir gruplarına hitap eden ürünler ortaya koymayı hedeflemektedir. Bunun en önemli nedeni; ortaya çıkacak ürünün ilk etapta büyük bir maliyeti bünyesinde

barındırmasıdır. Örneğin maliyetlerin ilk sırasında Amerika'da işgücüne verilen yüksek ücretler gösterilmektedir. Üretim maliyetini oluşturan diğer bir etken ise Ar-Ge harcamalarıdır. Yeniliklere önem vermekte olan firmalar bütçelerinin büyük bir kısmını Ar-Ge departmanına ayırmaktadır. Bu nedenle de yenilik büyük ölçüde gelişmiş ülkelerdeki firmalar tarafından ortaya koyulmaktadır. Gelişmiş ülkelerde kişi başı milli gelir daha yüksek ve haberleşme ağları daha profesyonel düzeyde ilerlemiştir. Böylelikle ortaya çıkacak ürün, yüksek gelir grubu tarafından kolaylıkla talep görmekte ve kar sağlamaktadır.



**Kaynak:** Moosa, 2002: 40

Şekil 1.6. Yatırımcı Ülke ve Ev Sahibi Ülke Ürün Yaşam Devreleri

Şekil 1.6.'da görüldüğü üzere, ürün üç temel aşamadan oluşmaktadır. Bunlar, icat dönemi, olgunlaşma dönemi ve standartlaşma dönemidir. Piyasaya yeni bir ürün sunmak isteyen işletme, öncesinde yüksek maliyet gerektiren bir hazırlık süreci geçirmektedir. Sonrasında ortaya çıkan ürünü yüksek fiyattan yerel piyasaya sunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde haberleşme ağının güçlü olması nedeniyle ürün hakkında geri dönüşler daha çabuk

olmaktadır. Bunun sonucunda işletme herhangi bir sorunla karşılaştığında bunu gidererek ürünü tekrar piyasaya sunmaktadır. Ürüne olan talebin artması sonucu firma üretimini daha profesyonel düzeyde gerçekleştirmektedir. Ülkede önem kazanmaya başlayan ürünün yurtdışı piyasalar tarafından da talep görmesi sonucu işletme söz konusu piyasalara ihracat yoluyla girmektedir.

İkinci aşama olgunlaşma sürecidir. Bu süreçte işletme, üründe uzmanlaşmaktadır. Tüm piyasalarda bilinmekte olan ürün ve benzerleri farklı işletmeler tarafından da üretilmeye başlanmaktadır. Bu durumda fiyatlar düşüş yönünde baskılanmaktadır. Kar marjını korumak isteyen icatçı işletme maliyetleri düşürmek için girdi maliyetlerinin ya da işgücü maliyetinin düşük olduğu ülkelerde DYSY şeklinde faaliyet göstermeye başlamaktadır. Böylelikle ürün fiyatı düşmektedir (Moosa, 2002: 41).

Üçüncü aşama ise ürünün standartlaşma aşamasıdır. Bu aşamada artık ürün tüm piyasalar tarafından üretilebilir düzeye gelmektedir. Büyük ölçüde gelişmiş piyasalarda yer alan icatçı işletmeler, ürün diğer piyasalarda üretilmeye başladığında ve fiyatları düştüğünde icat ettikleri yeniliği lisans yoluyla diğer işletmelere vererek genellikle yeni ürün üretmeye yönelmektedir. Bunun sonucunda da yenilikçi işletme söz konusu üründe ithalatçı konumuna geçmektedir (Wells, 1968: 1).

Ürün yaşam devreleri teorisi ilerleyen yıllarda eleştirilere neden olmuştur. Eleştirilerden bazıları, teorinin ağır metallerin ticaretini açıklamada yetersiz olması, ulusal işletmelerin lisanslama ve ihracat yerine DYSY'ye yönelmesinin nedenlerinin model tarafından kapsanmaması ve uluslararası piyasalarda ticari partnerler hakkında tahminlerin doğru olamayabileceğidir (Buckley, 2000: 381-382).

Özetle, ürün yaşam devreleri teorisi ortaya çıktığı 1960'lı yılların sonundan 1990'lı yıllara kadar birçok araştırmacı tarafından eleştirilmesine rağmen büyük talep görmüştür. Teoriye göre, icatçı işletme bir ürünün standartlaşması sonrası ürünün artık yüksek kar sağlamayacağını düşünerek üretimden vazgeçmekte ve lisanslama yoluyla diğer işletmelere ürünün üretimini devretmektedir. Fakat özellikle son yıllarda küreselleşmenin hız kazanmasıyla teknoloji her alanda yaygınlaşmıştır. Bu durumda özellikle dayanıklı tüketim mallarının (giyim vs.) ürün yaşam döngüsünün hangi aşamada tamamlayacağı ya da karın hangi aşamada maksimum olacağını kavramak güçleşmektedir. Hatta teknoloji ve pazarlama alanında gerçekleşen ilerlemeler ürünün devri sonrasında bile yüksek kar

sağladığını göstermektedir. Dolayısıyla da ilk yıllarda kabul gören teori günümüzde geçerliliğini büyük ölçüde kaybetmiştir.

### **Oligopolistik tepki teorisi (lideri izle)**

Oligopolistik tepki teoremi, 1973 yılında Knickerbocker tarafından ortaya koyulmuştur. Knickerbocker analizinde, ABD’de yer alan 187 çok uluslu şirketin 1948-1967 yılları arasında 23 ülkede gerçekleştirdikleri yatırımlara ait verilere yer vermiştir. Knickerbocker’e (1973) göre oligopolistik özelliklere sahip bir piyasada bir firmanın herhangi bir davranışı itici güç niteliğindedir. Yani DYSY oligopolistik reaksiyonun bir sonucudur. Bunun yanı sıra firmalar arasında gizli anlaşmaların olması muhtemeldir.

Oligopolistik özelliklere sahip bir piyasada yer alan işletme, herhangi bir amaçla başka bir ülke piyasasında yer almak istediği takdirde, DYSY şeklinde tercih etmiş olduğu ülkeye giriş yapmaktadır. Bunun sonrasında rakibi olan diğer bir firmada, aynı ülke pazarında DYSY şeklide faaliyet göstermeye başlamaktadır. İlk firmanın davranışının diğer işletmeler tarafından da benimsenip tekrarlanması, teorinin lideri izle teorisi olarak adlandırılmasına neden olmaktadır (Knickerbocker, 1973: 52-54).

Knickerbocker’e (1973) göre; işletmelerin ilk davranışı gerçekleştirilen işletmeyi takip etmesinin birçok nedeni vardır. Bunlardan ilki riski bertaraf etmektir. İlk işletmenin yabancı yatırıma yönelmesi sonucu, yatırım diğer işletmeler tarafından incelenmekte ve değerlendirilmektedir. İlk firmanın herhangi bir olumsuz durum yaşamaması sonucunda, diğer işletmeler yatırıma ev sahipliği yapan ülkede riskin minimum düzeyde olduğunu düşünmektedirler. Diğer bir neden ise, firmaların benzer ürünler üretmesidir. Bir işletmenin başka bir ülkede üretim yapması o ülke pazarına açılması anlamına gelmektedir. Bu nedenle diğer işletmeler de pazarı kaybetmemek amacıyla aynı ev sahibi ülkede üretim yapmayı tercih etmektedir.

Knickerbocker’ın oligopolistik tepki teorisi diğer araştırmacılar tarafından da test edilmiştir. Flowers (1975) Kanada ve Avrupa’dan ABD’ye gerçekleşen DYSY’leri incelenmiş ve analiz sonucunda oligopolistik tepki teoremini desteklemiştir. Bu alanda diğer bir çalışma gerçekleştiren Yu ve Ito’ya (1988) göre ise oligopolistik tepki teoremi, DYSY faaliyetlerinin açıklanmasına katkı sağlayabilecek bir teoridir. Fakat söz konusu tepki sektörüne göre değişim göstermektedir. Ayrıca firmaların yatırımları, lider firmanın yatırımının yanı sıra ev sahibi ülke koşulları gibi diğer ekonomik faktörlerden de

etkilenmektedir. Flaherty ve Raubitschek'e (1990) göre ise teoriye göre ortaya koyulan lideri izleme davranışı sayesinde, liderden sonra yatırımda bulunan rakiplerin sabit maliyetleri lidere göre daha düşük seviyede gerçekleşmektedir. Bu da işletmeleri DYSY'ye yönelmeye teşvik etmektedir.

#### **1.2.1.5. Diğer doğrudan yabancı sermaye yatırımları teorileri**

Diğer doğrudan yabancı sermaye yatırımları teorileri, dinamik karşılaştırmalı üstünlükler teorisi, parasal yaklaşım teorisi, caves ekonomileri, davranışsal yaklaşım ve yatırım gelişme yolu olarak ele alınmaktadır.

##### **Dinamik karşılaştırmalı üstünlükler teorisi (Kojima yaklaşımı)**

Kojima tarafında ortaya koyulan dinamik karşılaştırmalı üstünlükler teoremi; karşılaştırmalı üstünlükler teorisinin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına bir uyarlaması niteliğindedir. Teoriye göre, işletme ürettiği üründe, kendi ülkesinde karşılaştırmalı olarak üstünlüğe sahip olmaması nedeniyle DYSY'ye yönelmektedir. Yatırım aşamasında ülke seçimi yaparken, özellikle karşılaştırmalı olarak üstünlüğe önem vermektedir. Yani sermaye hareketleri ve dış ticaret birbirini tamamlar niteliktedir (Kojima, 1982: 2).

Kojima (1975), teorisinde iki tür doğrudan yabancı sermaye yatırımdan söz etmektedir. Bunlardan ilki ticaret odaklı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Ticaret odaklı yatırım, üretim sonucunda ev sahibi ülkenin ihracatının artmasını sağlayan ve ülkenin refah düzeyini yükselten yatırımlardır. İkicisi ise ticaret karşıtı yatırımlardır. Bu tarz yatırımlar ise ticaret odaklı yatırımların tam tersi etki yaratmaktadır. Ticaret karşıtı doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülkelerin ödemeler bilançosunda, refah düzeylerinde ve ticaret üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır.

Dinamik karşılaştırmalı üstünlükler teorisinde Kojima, ABD'nin ve Japonya'nın doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında farklılıklarını açıklamaktadır. Kojima'ya (1985) göre Japonya'dan yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları ticaret yaratıcı yatırımlardır. Japonya işletmelerinin gerçekleştirdiği doğrudan yabancı yatırımda ağırlıklı olarak doğal kaynak geliştirmeye yönelik yatırımlara önem vermektedir. Bunun nedeni ise kendi ülkelerinde söz konusu alanda karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olmamalarıdır. Ayrıca Japon firmaları ihracat odaklı yatırım yapmaktadır. Bunun yanı sıra ABD yatırımları ise ticaret karşıtı yatırımlardır. ABD yatırımlarının ticaret odaklı gerçekleşmediğini ve özellikle

uzun dönemde söz konusu yatırımların iki ülke adına da zarar verici nitelikte olduğunu savunmuştur.

### **Parasal yaklaşım (Farklı para bölgeleri kuramı)**

Parasal yaklaşım teorisi 1970 yılında Aliber tarafından ortaya koyulmuştur. Teorinin temeli ev sahibi ülke ve yatırımcı şirket için farklı para birimlerinin doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından farklı ekonomik gücü olmasına dayandırılmaktadır (Nayak ve Choudhury, 2014: 11-12).

Aliber'e (1970) göre, daha güçlü ve istikrarlı para birimlerine sahip ülkedeki şirketler daha yüksek oranda DYSY'ye yönelmektedir. Bunun asıl nedeni yatırım maliyetlerinin diğer ülke şirketleri maliyetlerinden daha düşük olmasıdır. Diğer yandan ise güçsüz para birimine sahip ülkelerdeki işletmeler yatırım kararında daha büyük riskleri bünyesinde barındırmaktadır. Bunların başında ise döviz riski gelmektedir.

Teoriyi test etmek amacıyla yapılan çalışmaların bazıları teorinin geçersizliğini savunurken bazıları ise etkili olduğunu savunmuştur. Scaperlanda'ya (1974) göre bir ülkenin para biriminin devalüe edilmesi, o ülkeye DYSY girişlerini azaltmaktadır. Scaperlanda'nın (1974) aksine Alexander ve Murphy'ye (1975) göre ise bir ülkede gerçekleşen devalüasyon, o ülkeye DYSY girişini teşvik etmektedir. Aynı şekilde, Klein ve Rosengren (1994) ve Swenson (1994) da yaptıkları analizler sonucunda özellikle doların değer kaybetmesi ile ABD'ye olan DYSY girişlerinin arttığı yönünde sonuca ulaşmışlardır.

Dunning'e (1988) göre Aliber teorisi, DYSY alanında uzmanlaşmış diğer bilim insanlarının ele aldığı sorunların çoğunu incelememekte ve yalnızca farklı değerlere sahip para birimleri olan ülkeler arasında DYSY geçişlerini açıklamaya çalışmaktadır. Bunun yanı sıra teori ampirik olarak test edilmemiştir. Dolayısıyla da güven teşkil etmemektedir.

### **Caves teoremi**

Caves teoremi, 1971 yılında Richard Caves tarafından ÇUŞ'ların doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yönelmelerinin nedenlerini açıklamaya yönelik olarak ortaya koyulmuştur.

Caves (1974), işletmelerin DYSY'ye yönelmelerini üç sebebe dayandırmıştır. Bunlardan ilki soyut sermayedir. Soyut sermaye işletmelerin başta yerel piyasalar olmak



üzere birçok alanda sahip oldukları bilgi birikiminden oluşmaktadır. İkinci sebep, çok tesisli işletmelerdir. İşletmelerin çok tesisli işletmelere doğru yönelmesi, maliyet minimizasyonu sağlamaktadır. Üçüncüsü ise girişimcilerin özellikleridir. Bunlar, girişimcinin sahip olduğu yaratıcı özelliklerden oluşmaktadır. Herhangi bir yabancı piyasada söz konusu özellik işletmeyi ve üretim tarzını farklı kılmaktadır. Bu üç sebep sadece işletmelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yönelmesinin nedenlerini açıklamakla kalmayıp, bunun yanı sıra yabancı yatırımların diğer türlere göre neden daha avantajlı olduğunu da ortaya koymaktadır.

### **Davranışsal yaklaşım**

Doğrudan yabancı sermaye hareketlerini açıklamada farklı bir bakış açısına sahip olan davranışsal yaklaşım 1966 yılında Aharoni tarafından ortaya koyulmuştur. Teoriye göre yabancı yatırım kararının belirleyici olan başlıca üç faktörü vardır. Bunlar; bilgi, taahhüt, belirsizliktir. Yurt dışı yatırımda bulunacak firma, yatırımda oluşabilecek risk ve belirsizlikleri olduğundan daha fazlaymış gibi değerlendirmektedir. Bu nedenle de yatırım kararı için firmayı yatırıma itecek önemli bir güç aranmaktadır. İlk olarak yatırımcı, detaylı bir fizibilite raporu hazırlamaktadır. Bu süreçte yatırımla ilgili tüm bilgiler elde edilmeye çalışılmaktadır. Elde edilen bilgiler doğrultusunda yatırımcı sağlanan taahhütleri göz önüne alarak yatırımda bulunmaktadır (Agarwal, 1980: 750).

Davranışsal yaklaşıma göre yatırımcı firma en önemli yatırım kararının ilk aşamasında daha tedbirli davranmaktadır. Karar aşamasında var olan risk, olduğundan daha fazla gibi ele alınmaktadır. Yatırımın gerçekleşmesi maksimum kardan ziyade davranışsal olarak irdelenmektedir. Sonrasında aynı ülkeye yatırım kolaylıkla yapılabilmektedir.

### **Yatırım gelişme yolu teorisi**

1996 yılında Dunning ve Narula tarafından ortaya koyulan yatırım gelişme yolu, yatırım kalkınma yolu olarak bilinmektedir. Yatırım kalkınma yolu hipotezi, DYSY ile ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arasında doğru orantı olduğunu ifade etmektedir. Teoriye göre bir ülkenin gelişmişlik düzeyi arttıkça, ülke yabancı yatırıma yönelmektedir (Dunning ve Lundan, 2008:330).

Dunning ve Narula'ya (1993) göre ülkenin bu düzeye ulaşması için beş aşamadan geçmesi gerekmektedir. Birinci aşama ülkenin henüz kalkınmayı sağlayamamış olduğu

aşamayı ifade etmektedir. Söz konusu dönemde ülke ekonomisi yatırıma yönelebilecek durumda değildir. Bu süreçte dış yatırımın yanı sıra iç yatırım da gelişim göstermemektedir. Ülkede yatırıma yönelik herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Bu durum ülkenin gerek siyasi gerek ticari gerekse yetersiz alt yapı özelliklerinden kaynaklanmaktadır. İkinci aşama, ülkenin kalkınmaya başladığı süreci ifade etmektedir. Bu dönemde, ülke sermaye yoğun üretimin yanı sıra emek yoğun üretim gerçekleştirmektedir. Sanayi üretimi büyük çoğunlukta geleneksel bir yapıdadır. Yatırım ülke içi olarak yapılmaktadır. Üçüncü aşamada, ülke ekonomisi gelişim sürecini kapsamaktadır. Ülkenin ekonomik ve endüstriyel yapısı, gelir seviyesi, gelişmiş ülke ekonomisine benzemeye başlamaktadır. Ülkede Ar-ge faaliyetlerine yapılan harcamalar artış göstermektedir. Bu süreçte kentleşme olgusu önem kazanmakta ve yaşam standartları yükselmektedir. Yaşam kalitesinin yükselmesi tüketici tercihlerinin farklılaşmasına neden olmaktadır. Kaynağa yönelik yatırımlar önem kazanmaktadır. Teorinin dördüncü aşamasında ise, ülke içi üretimin ve yatırımın yanı sıra ülke doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yönelmektedir. Beşinci aşama ise ülkenin kalkınmasının son aşaması olarak ifade edilmektedir. Bu aşamada ülke yabancı yatırımlarını arttırmaktadır.

Sonraki yıllarda teori ülkelerin hangi gelişmişlik düzeyinde olduğunu ve söz konusu ülkelere yabancı yatırım girişlerini incelemek amacıyla birçok kez test edilmiştir. Duran ve Ubeda'ya (2005) göre beşinci aşamadaki ülkeler, dördüncü aşamadaki ülkelere nazaran bilgi yoğun bir donanıma sahiptir. Bunun yanı sıra, dördüncü ve beşinci aşamalarda olan ekonomiler arasında yabancı yatırım çekme kapasitesinde önemli farklılıklar yoktur. Gorynia vd.'ye (2010) göre ise yatırım gelişme yolu teorisi bağlamında ele alınan her ülkenin genel performansını etkileyen ülkeye ve sektöre özgü ekonomi politikaları ve alınan önlemler ile ilgili daha fazla bilgi toplanmalı ve böylece ülkeler daha detaylı incelenmelidir.

### **Uppsala uluslararasılaşma teoremi (U teoremi)**

Uppsala modeli diğer adıyla U teoremi, 1975 yılında Jan-Johanson ve FinnWiedershim-Paul tarafından "Aşama Modeli" olarak ortaya koyulmuş, 1977 yılında ise Jan Johanson ve Jan-EricVahlne tarafından "Uluslararası Süreç Modeli" olarak geliştirilmiştir (Andersen, 1993: 209). Teorem, İskandinav Okulu teoremi olarakta bilinmektedir.

Johanson ve Vahlne'ye (1977) göre Uppsala teoremi "Psikolojik mesafe" kavramına büyük önem vermektedir. Psikolojik mesafe, ülkelerarası din, dil, eğitim seviyesi, kültürel farklılıklar, sosyal yapı farklılıklarını kapsamaktadır. Yabancı yatırımda bulunmak isteyen işletme, kendi ülkesi ile psikolojik mesafesi az olan ülkelerle daha kolay şekilde yatırımını gerçekleştirmektedir.

Johanson ve Paul'a (1975) göre ise ülkenin uluslararasılaşma süreci temel olarak dört aşamadan oluşmaktadır. İşletmeler ilk olarak düzensiz ihracat faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bir sonraki aşamada bağımsız kişiler aracılığıyla ihracat gerçekleştirmeye başlamaktadır. Sonrasında, ticari faaliyetlerinde gelişim göstererek yabancı pazarlarda satış birimleri kurma yoluna gitmektedir. En son aşamada ise işletmeler yabancı pazarları tanımakta ve bu pazarlara doğrudan yabancı sermaye yoluyla giriş yapmaktadır.

Yukarıda bahsi geçen aşamalar, ülke kalkınması üzerinde doğrudan etkilidir. İlk aşamada düzensiz ihracat ile başlayan uluslararası pazarda faaliyet gösterme çabası, ülkenin ekonomik alanda ilerleme göstermesiyle birlikte daha kapsamlı hale gelmektedir. Sonraki aşamada yatırımcı ülke, üretim yapmak istediği ev sahibi ülke piyasasını analiz etmek amacıyla söz konusu piyasada satış birimleri kurmaktadır. Ürüne olan talebin analizi sonrasında işletme, doğrudan yabancı sermaye yoluyla ev sahibi ülkede üretim yoluna gitmektedir. Uluslararasılaşma sürecinin temeli Johanson ve Vahlne'ye (1977) göre, deneyime dayanmaktadır. Yatırımcı ülke, yatırımda bulunmak istediği piyasada deneyim kazandıktan sonra daha aktif bir rol izlemektedir. Sürecin daha kısa olması için ilk olarak yatırım için coğrafi olarak yakın ülkeler tercih edilmekte, sonrasında ise diğer ülkelerde yatırımda bulunmaktadır.

Uppsala modeli, analizler sonucu özellikle 1990 yılı sonrası ciddi eleştirilerle karşı karşıya kalmıştır. Johanson ve Vahlne'ye (1990) göre model ortaya çıktığı yıllarda uluslararası ticareti önemli ölçüde açıklamaktadır. Fakat gelişen teknoloji sayesinde ülkeler arasında sınırlar kalkarak psikolojik mesafe sorunu çözülmüştür. Bunun yanı sıra teori hizmet sektörü alanında herhangi bir açıklamada bulunmamaktadır. Diğer bir eleştiri ise 2000 yılı sonrası ortaya çıkmıştır. Ruzzier vd.'ye (2006) göre Uppsala modeli, işletmelerin yabancı yatırımda bulunma aşamalarını açıklamakta fakat son yıllarda uluslararası ticarete büyük öneme sahip olan küresel doğan işletmeler, söz konusu teori ile açıklanamamaktadır. Çünkü teoriye göre işletmelerin uluslararası faaliyet göstermesi belirli aşamalara

dayanmaktadır. Fakat küresel doğan işletmeler herhangi bir aşamadan geçmeden yabancı yatırımda bulunmaktadır.

Sonuç olarak ortaya çıktığı 1970'li yıllarda gerek teknolojik ilerlemenin olmaması gerek ülkeler arası bilgi edinmenin zorluğu, gerekse hizmet sektörünün bugünkü kadar gelişmemiş olması teoremin doğruluk kazanmasını sağlamıştır. Fakat sonraki yıllarda gelişen teknoloji, küreselleşme sonucunda ülkelerarası sınırların kalkması ve hizmet sektörünün payının artması gibi faktörler hipotezin geçerliliğini yitirmesine neden olmuştur.

#### **1.2.1.6. Doğrudan yabancı sermaye kararını kaynak ülke açısından etkileyen faktörler**

İşletmelerin temel amacı kar maksimizasyonudur. İşletmeler için kimi zaman buldukları ülkelerde üretim yapmaktan ziyade, farklı bir ülkede üretim yapmak daha karlı hale gelmektedir. Bu durum, yatırımcı ülkedeki koşullardan ve yatırım çeken ülke ekonomisinden kaynaklanabilmektedir. Yatırımcı işletmenin, kendi ülkesinde üretim yapmamasının birçok nedeni vardır. Bunlardan ilki şirket sınırlarının korunmasıdır. İşletme diğer ülke piyasalarına ihracat ya da lisans anlaşması ile girebilmektedir. Eğer girmek istediği yabancı ülke piyasasında çeşitli gümrük engelleri ya da kısıtlamaları mevcutsa, lisans anlaşmasına yönelebilir. Fakat lisans anlaşmasında yatırımcı işletme, üretim sınırlarını karşı tarafla paylaşmaktadır. Bunun yanı sıra yatırımcı şirket farklı ülkelerde açılan yeni işletmeleri ürün kalitesi bakımından kontrol etmek zorundadır. Çoğu zaman işletmeler üretim yöntemlerini paylaşmak istemediklerinden dolayı lisans anlaşmasını tercih etmemektedirler.

İşletme DYSY'de bulunmadan önce ülke seçimi sürecine girmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırım kararı almış bir işletmenin ülke seçiminde ele aldığı birçok ölçüt bulunmaktadır. İşletmeler özellikle, uzun dönemde istikrarlı ekonomi politikalarına sahip, belirli bir gelişmişlik düzeyinde olan, yabancı sermayeyi özendirici ulusal politikalar uygulayan ülkeleri tercih etmektedirler (Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), 2000: 36-37).

Tablo 1.3. Doğrudan Yabancı Sermaye Kararını Kaynak Ülke Açısından Etkileyen Faktörler

Ekonomik Faktörler	Sosyo-Politik Faktörler
<ul style="list-style-type: none"><li>• Ekonomik istikrar</li><li>• Enflasyon oranı</li><li>• Büyüme hızı</li><li>• Talep yapısı</li><li>• Pazarın büyüklüğü</li><li>• Dış ticaret açığı</li><li>• Ödemeler dengesi</li><li>• Dışa açıklık</li><li>• Döviz kuru</li><li>• Yerel para birimi</li><li>• Emeğin değeri ve verimliliği</li><li>• Hammaddeye ulaşım</li><li>• Yakınlık</li><li>• Vergi politikası</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Dış ticaret politikaları</li><li>• Uluslararası anlaşmalar</li><li>• Giriş engelleri</li><li>• Yatırım teşvikleri</li><li>• Yatırım promosyonları</li><li>• Yatırım sonrası hizmetler</li><li>• Ülke riski</li><li>• Politik risk</li><li>• Politik istikrar</li><li>• Devlet düzenlemeleri</li><li>• Alt yapı sistemleri</li><li>• Sermaye ve kâr payının transferi</li><li>• Sosyal ve ahlaki yapı</li><li>• Yaşam kalitesi</li></ul>

**Kaynak:** UNCTAD (1998)'den ve Krugell (2005)'den elde edilen bilgiler doğrultusunda tarafımızca düzenlenmiştir.

Tablo 1.3.'de görüldüğü üzere; doğrudan yabancı sermaye yatırım kararını kaynak ülke açısından etkileyen faktörler genel olarak ekonomik ve sosyo-politik faktörler olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Ekonomik faktörler ülkenin genel ekonomik yapısı hakkında bilgi verirken, sosyo-politik faktörler ise ülkedeki politik yapı ve bunun sonuçları hakkında bilgi vermektedir.

### **Ekonomik faktörler**

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları uzun vadeli yatırımlardır. Dolayısıyla bir kriz durumunda hemen ülkeyi terk etmesi mümkün değildir. Bu nedenle de yatırım gerçekleşmeden önce yatırımcı, ülkenin ekonomik yapısı hakkında detaylı bir inceleme süreci gerçekleştirmektedir. Ekonomik faktörler bağlamında, ekonomik istikrar, enflasyon oranı, büyüme hızı, talep yapısı, pazarın büyüklüğü, dış ticaret açığı, ödemeler dengesi, dışa açıklık, döviz kuru, yerel para birimi, emeğin değeri ve verimliliği, hammaddeye ulaşım ve yakınlık gibi birçok ekonomik değişken incelenmektedir.

Yabancı sermayenin, yatırımda bulunulacağı ülkede aranılan ekonomik faktörlerin başında ekonomik istikrar gelmektedir. Ekonomik istikrar, ekonominin herhangi bir risk ortamındaki dayanıklılığını ifade etmektedir. Uzun vadeli yatırımda bulunan yatırımcı için ekonomik risk önemli bir unsurdur. Bu kapsamda ülkenin ekonomik kriz geçmişi ve kriz sürecinde izlenen politikaların başarısı ile krizden etkilenme düzeyleri incelenmektedir. Bunun yanı sıra, ülkenin geçmiş ve güncel enflasyon verileri yatırımcıya yol gösterici niteliktedir (Candemir, 2006: 70-71; Vijayakumar, 2010: 5). Eğer ülke kronik enflasyon

sorunu yaşamakta ise bu durum ülkenin ekonomik olarak risk barındırdığını ifade etmektedir. Özellikle yüksek enflasyon yaşayan ülkeler, doğrudan yabancı yatırım çekme konusunda diğer ülkelere kıyasla daha başarısızdır. Yüksek enflasyon oranı üretim maliyetini arttırmaktadır. Bu da ülkeye yabancı yatırım akışını olumsuz etkilemektedir (Krugel, 2005: 52; Schneider ve Prey, 1985: 163). Buna rağmen yatırımcı söz konusu ülkede yatırım yapma yolunu seçtiği takdirde, riskleri göze alarak ürünün bedelini daha yüksek düzeyde belirleyerek zarar etme olasılığının önüne geçme yolunu seçebilmektedir.

DYSY kararını etkileyen bir diğer faktör ise ev sahibi ülkenin büyüme oranıdır. Ev sahibi ülke ekonomisinin büyüme oranındaki artış, ülkenin sağlam bir ekonomik görünüme sahip olduğunu ve riskin minimum düzeyde olduğunu ifade etmektedir (Saho, 2006: 26). Agodo (1978), DYSY yatırımları etkileyen temel faktörün ev sahibi ülke ekonomisinin büyüme oranındaki artış olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca ülkede yaşayanların gelir düzeyleri büyüme oranı ile aynı doğrultuda artış göstermektedir. Bu nedenle yabancı yatırımcı, ev sahibi ülkedeki talebi karşılamaya yönelik olarak üretim yapma yolunu seçebilmektedir. Bu da tüketici harcamalarını arttırarak ülkenin büyüme oranını etkilemektedir.

Tocar'a (2018) göre insan faktörü, yatırımcının DYSY kararını etkileyen en önemli faktörler arasında yer almaktadır. Çünkü piyasa talebi tüketici tarafından belirlenmektedir. Bunun yanı sıra nüfusun satın alma gücü ülkedeki üretim düzeyini belirlemektedir. Jordaan (2004) ve Liu (2008) gerçekleştirdikleri analiz sonucunda, yüksek kar sağlamak amacıyla DYSY'lerin daha fazla satın alma gücüne sahip ülkeleri tercih ettikleri sonucuna ulaşmıştır. Diğer yandan ülkedeki tüketicilerin zevk ve tercihleri ülkenin talep yapısı hakkında yatırımcıya fikir sunmaktadır.

Ayrıca ürüne olan talebin fazlalığı, ev sahibi ülkede piyasanın büyüklüğünü ifade etmektedir. Piyasa büyüklüğü sayesinde yatırımcı daha fazla üretim yaparak, ölçek ekonomisinden faydalanmakta ve maliyetleri azaltmaktadır. Dolayısıyla da yabancı yatırımcı için ev sahibi ülkenin piyasa büyüklüğü önem teşkil taşımaktadır (Wheeler ve Mody, 1992: 66; Moore, 1993: 134; Lankes ve Venables, 1996: 344-346; Liu, 2008: 74). Örneğin, Woodward'a (1992) göre, 1980 yılı sonrası yapılan incelemeler doğrultusunda Japonya'nın, ABD imalat sektöründe gerçekleştirdiği yatırımlar genellikle pazarın büyük olduğu eyaletlerde toplanmıştır. Diğer yandan Sharma ve Bandara (2010) da gerçekleştirdikleri analizde, özellikle daha büyük piyasa hacmine sahip ülkelerin, pazar

arayan DYSY'ler için ölçek ekonomilerinden faydalanmak amacıyla daha fazla tercih edildiği sonucuna ulaşılmıştır. Hatta böyle durumlarda, söz konusu faktör yabancı yatırımın kilit noktası konumundadır. Pek çok çalışma sonucunda, pazar büyüklüğü ile DYSY arasında pozitif ilişkinin varlığı sonucuna varılsa da Arbatli'ya (2011) göre kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) ile DYSY arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Çalışmada daha düşük kişi başı gelir düzeyine sahip ülkeler, daha yüksek marjinal sermaye verimliliği ile daha fazla DYSY'ye ev sahipliği yapabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Yatırım yapılacak ülkenin seçiminde diğer önemli bir ekonomik faktör ise ülkenin dış ticaret açığı ve ödemeler bilançosudur. Yatırım yapılacak ülkenin ihracatının fazla olması ülkede üretilen ürünlere talebin fazla olmasını ve başarılı bir dış ticaret portföyünü ifade etmektedir. Chaudhuri ve Srivastava'ya (1999) göre bütçe açığı; hükümetin mali duruşunun sürdürülebilirliğini ve ülkedeki belirsizlikleri ifade etmektedir. Bundan dolayı bütçe açıkları ve DYSY girişi arasında negatif bir ilişki mevcuttur.

Ayrıca Charkrabarti'ye (2001) göre, ev sahibi ülkenin dışa açıklık faktörü de yatırımcı için büyük önem taşımaktadır. Ülkenin dışa açık olması küresel ekonomide yer alması anlamına geldiğinden yatırımcı, ülkede üretim yaparak küresel pazarda daha büyük bir taleple karşı karşıya gelebilecektir. Böylece işletme sürekli kendini yenileme yolunu seçerek karını arttıracaktır. Diğer yandan Jordaan'a (2004) göre ise, dışa açıklığın yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi yatırımın türüne bağlı olarak değişim göstermektedir. Yabancı yatırımcı pazar arayışında iken, ticari kısıtlamalar bazı durumlarda DYSY üzerinde olumlu etki yaratmaktadır. Örneğin, yerel pazara hizmet vermek isteyen yabancı işletmeler gümrü vergileri gibi ticari kısıtlamalar nedeniyle, ev sahibi ülkeye ithalat yolu ile girmek yerine, ülkede şube açarak faaliyet göstermektedir. Nitekin DYSY girişlerinin maliyeti yüksek olması ve ithalatın önündeki engeller nedeniyle, rakip firmalar ev sahibi ülke pazarına giremeyebilir. Bu da yabancı yatırımcının söz konusu pazarda ayrıcalık sahibi olmasını sağlayabilir.

Ülkelerin diğer ülke paraları karşısındaki değerini ifade eden döviz kuru ve yerel para birimi, yatırımcı şirket için yatırım kararını etkileyen diğer bir önemli faktördür. Lucas'a (1993) göre, şirketler yatırımlarını ev sahibi ülke parası üzerinden yaptıklarından ülke parasındaki istikrarsızlık ya da devalüasyon riskinde şirketlerin mali yapıları bozulmakta ve karları azalmaktadır. Bunun yanı sıra ülke parasının aşırı değerli olması

durumunda ise üretilen ürünün ihracatı olumsuz yönde etkilenmektedir. Dolayısıyla döviz kurunun istikrarlı seyretmesi yatırımcı açısından oldukça büyük önem teşkil etmektedir.

İşletme, üretimini emek yoğun veya sermaye yoğun üretim olmak üzere iki şekilde gerçekleştirmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımında bulunmak isteyen işletme belirlediği hedef doğrultusunda ülke seçmektedir. Eğer üretilecek ürün emek yoğun bir ürün ise, emeğin ucuz olduğu gelişmekte olan ülkeler tercih edilmektedir (Bevan ve Estrin, 2000: 26; Wheeler ve Mody,1992: 66; Saho,2006:39; Liu, 2008:75). Bu alanda verilebilecek en iyi örnek birçok ülkenin doğrudan yabancı yatırımlarını emeğin yoğun olduğu ülke olan Çin’de gerçekleştirmesidir. Böylelikle en önemli girdisi olan emek maliyetini düşürerek yatırımın karını arttırmaktadır.

Kimi zaman ise yatırımcı için emeğin değerinden ziyade emeğin niteliği önem teşkil etmektedir. Böyle durumlarda ülke seçiminde işgücünün kalifiye olduğu, eğitim düzeyinin yüksek olduğu ülkeler tercih edilerek eğitim maliyeti düşürülmektedir. Fakat Addison ve Heshmati’ye (2003) göre, ülkedeki işgücünün eğitim düzeyi ile DYSY arasında negatif ilişki mevcuttur. Bunun nedeni ise, işgücünün eğitim düzeyi arttıkça fiyatının da artış göstermesidir. Böyle bir durumda yabancı yatırımlar düşük eğitim düzeyine sahip, işgücünün nispeten ucuz olduğu az gelişmiş ülkeleri tercih edebilmektedir. Diğer taraftan, Wheeler ve Mody’ye (1992) göre ise ev sahibi ülkede işgücünün eğitim seviyesinin yüksek olması, işgücü maliyetini arttırmaktadır. Fakat iş gücü maliyetindeki bu artış, işgücü verimliliğindeki artış ile dengelenebilmektedir.

Yabancı yatırımcı, ülke seçiminde ülkenin yakınlık düzeyini de dikkate almaktadır. Örneğin ürün nihai hale geldiğinde yatırımcının ürünü kendi ülkesine taşıması durumunda ülkelerin birbirine yakın olması önemlidir. Böylelikle en önemli maliyetler arasında yer alan taşıma maliyeti minimum düzeyde gerçekleşecektir.

Özellikle son yıllarda sanayileşme düzeyi doğrudan yabancı yatırım kararlarında büyük önem taşımaya başlamıştır. Bazı yatırımcılar sanayileşme düzeyini tamamlamış ülkelere yatırım yaparak, karlarını attırmayı hedeflemektedirler. Bu tür yatırımlar genellikle gelişmiş ülkelere doğru yapılmaktadır (Jones ve Wren, 2006: 48). Sanayileşmiş ülkelerin teknolojik donanımlarının yüksek olması, bünyesinde nitelikli işgücü barındırması ve ar-ge faaliyetlerine önem vermesi gibi nedenler yatırım çekme konusunda ilgi odağı olmaktadır. Bu ülkelere gerçekleşen yatırımlarda ev sahibi ülkeye yeni teknoloji, yeni üretim tarzı gibi



inovasyon aktarımı büyük ölçüde gerekmemektedir. Yatırımcı ülke direkt olarak ev sahibi ülkede yatırımda bulunarak gerekli gördüğü donanımları sağlamakta ve üretim aşamasına geçmektedir.

Yabancı yatırım kararında en çok üzerinde durulan konu olan vergiler, ev sahibi ülkenin en önemli gelir kaynağı niteliğindedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımcısı, ülke seçiminde bulunurken o ülkedeki vergi oranlarını yakından izlemektedir (Hartman, 1985:115-116). Ev sahibi ülkedeki kurumlar vergisi oranının yüksek olması, işletmenin kar oranını düşürmekte olduğundan, yatırım için alternatif ülkeler arama yoluna gidilmektedir. Son yıllarda yabancı yatırımları kendi ülkelerine çekmek isteyen ülkeler vergi oranlarını düşürme yoluna gitmektedir. Tang'a (2011) göre kurumlar vergisi oranları DYSY girişleri üzerinde önemli ölçüde olumsuz etki yaratmaktadır. Genellikle ev sahibi ülkede vergi oranlarının yüksek olması yabancı yatırımcıyı başka bir ülke seçimine yöneltmektedir.

Bazı ülkeler ekonomik birlikler oluşturarak kendi aralarında ticaret yaparken anlaşma gereğince gümrük tarifelerini tamamen ortadan kaldırabilir ya da tarife indirimlerinde bulunabilirler. Özellikle ÇUŞ'lar ticaret maliyetlerini en aza indirmek için yüksek tarifeli ülkelere ihracata yoluyla girmek yerine, DYSY yoluyla girerek söz konusu ülkede üretim faaliyetinde bulunmayı tercih etmektedir. Öte yandan ise eğer ülkenin tarife oranları düşükse, ÇUŞ'lar hedeflenen pazara yatırım yapmak yerine ihracat yoluyla giriş yapmayı seçmektedir (Liu, 2008: 75-76).

### **Sosyo-politik faktörler**

DYSY kararı alınırken, yatırım yapılacak ülkenin ekonomik göstergelerinin yanı sıra sosyo-politik göstergeleri de büyük önem teşkil etmektedir. Bunlar; dış ticaret politikaları, uluslararası anlaşmalar, piyasaya giriş engelleri, yatırım teşvikleri, yatırım promosyonları, yatırım sonrası hizmetler, ülke riski, politik risk, politik istikrar, devlet düzenlemeleri, alt yapı sistemleri, sermaye ve kâr payının transferi, sosyal ve ahlaki yapı ve yaşam kalitesi koşulları şeklinde sıralanabilir.

Yabancı yatırımcı, yatırım yapmayı düşündüğü ülkenin, uluslararası anlaşmaları ve ülkeye giriş engelleri hakkında derinlemesine incelemede bulunmaktadır. Özellikle yatırımcı hammadde ya da ara mallardan herhangi birini ev sahibi ülkeye, başka bir yabancı ülkeden getirmek durumunda ise ülkenin gümrük tarifeleri, üye olduğu uluslararası birlikler ve tanınan ayrıcalıklar büyük önem taşımaktadır. Aynı zamanda yatırımcılar tarafından

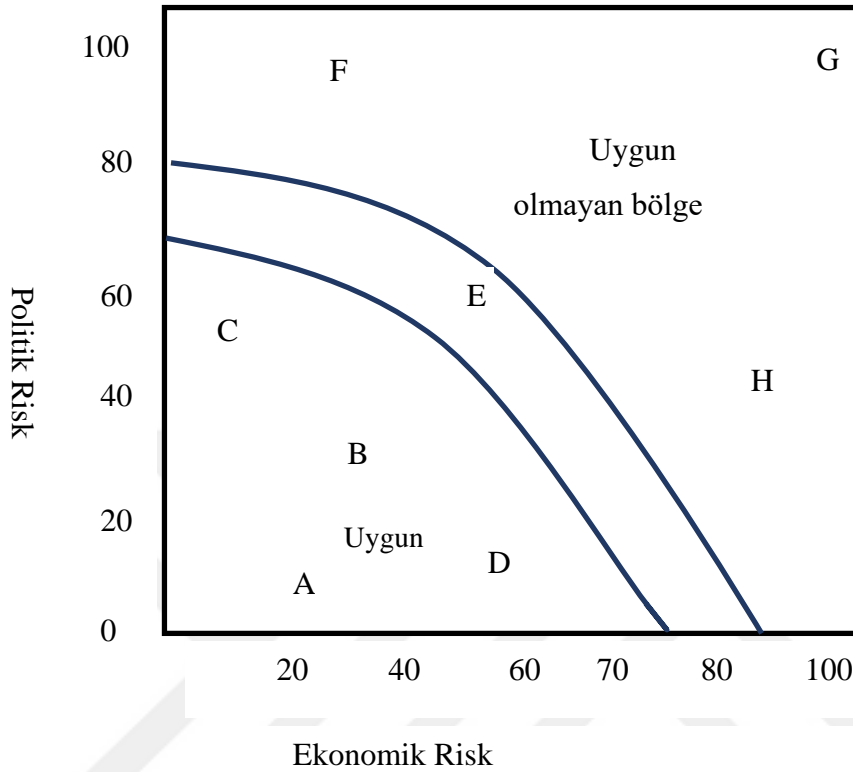
ülkede üretilen ürünün ülke sınırlarını terk ederken ortaya çıkabilecek olası sorunlarda incelenmektedir (Culem, 1988: 900).

Agiomirgianakis vd.'ye (2003) göre, hükümetler DYSY girişlerini, işsizlikle mücadele ve büyüme oranını arttırmanın bir yolu olarak görmektedir. Bu nedenle de hükümet politikaları DYSY akışlarının önemli bir belirleyicisi haline gelmiştir. Devlet politikaları; tarifeler, vergiler, sübvansiyonlar, düzenleyici rejimler ve özelleştirme politikası gibi çeşitli teşvikleri kapsamaktadır. Ev sahibi ülkedeki tarifelerde veya vergi oranlarında bir artış olması durumunda, yatırım maliyetleri artmakta ve karlılık düzeyi azalmaktadır.

Hükümetler çoğu zaman doğrudan yabancı yatırım çekebilmek için yatırım teşvik politikaları uygulamaktadırlar. Bu teşviklerden biri olan vergi tatilleri, özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için yaygın olarak kullanılan bir vergi teşvik şeklidir. Uygulamada yabancı yatırım ile yeni kurulmuş işletmeler hükümet tarafından belirlenen süre çerçevesinde kurumlar vergisinden muaf tutulmaktadır. Bunun yanı sıra hükümetler şirketleri aynı süre içerisinde diğer vergi türlerinden de muaf tutabilmektedirler. Ayrıca diğer bir teşvik programı olarak hükümetler, yabancı yatırımı belirli sektörlere veya bölgelere çekmek için genel vergi rejiminin istisnası olarak daha düşük bir kurumlar vergisi oranı belirleyip uygulamaktadır. Bu sisteme genel vergi indirimleri denilmektedir (United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2000: 19-22).

DYSY'ye yönelen yatırımcı, zarara maruz kalmamak için yatırımda bulunacağı ülkenin ülke riskine büyük önem vermektedir. Ülke riski, egemenlik riski ve politik risk kimi zaman aynı olarak ele alınmasına rağmen farklı kavramlardır. Ülke riski, belirli bir ülkedeki ekonomik, finansal, politik risk faktörlerinin tümünden oluşmaktadır. Yabancı yatırımcı, ülke seçimi aşamasında ülke riskini değerlendirirken, bunu makro risk değerlendirmesi ve mikro risk değerlendirmesi olarak iki grupta gerçekleştirmektedir. Makro risk değerlendirmesi, çok uluslu şirketlerin yatırım yapacakları sektörü dikkate almadan ülkenin genel risk durumunu değerlendirmesini ifade etmektedir. Bunu yaparken ülkenin finansal ve politik verilerinden yola çıkmaktadırlar. Yani genel olarak makro değerlendirmede ülkenin ekonomik ve politik yapısı incelenmektedir. Mikro risk değerlendirmesi ise, çok uluslu şirketlerin yatırım yapmayı planladıkları sektörlere ilişkin riskleri değerlendirme şeklinde gerçekleşmektedir. Dolayısıyla doğrudan yabancı sermaye

yatırımlarında mikro değerlendirme makro değerlendirmeye göre daha büyük öneme sahiptir (Moosa, 2002:131-147).



**Kaynak:** Moosa, 2003:138

Şekil 1.7. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımında Bulunacak Yatırımcının Ev Sahibi Ülkedeki Politik ve Ekonomik Risk Tercihleri

Şekil 1.7.'de doğrudan yabancı sermaye yatırım kararı alınırken, ülkenin ekonomik ve politik risk düzeyleri ile firmanın çeşitli risk tercihleri gösterilmektedir. Dikey eksen politik risk, yatay eksen ise ekonomik riski ifade etmektedir. Yabancı yatırımcı, % 70 düzeyine kadar ekonomik risk kabul ederken, %70 ila % 80 düzeyleri arasında kararsız kalmakta, ekonomik risk seviyesi 80'in üzerinde ise yatırım kararı almamaktadır. Politik risk açısından incelendiğinde ise firma %60 düzeyine kadar risk kabul etmekte, %60 ila %70 düzeyi arasında çekimser kalırken, %70 düzeyinin üzerini kabul etmemektedir. Söz konusu eksenlerdeki noktaların birleştirilmesi ile ortaya çıkan eğriler ülkenin yabancı yatırım kararında ekonomik risk ile politik risk arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Yatırımcı ülkenin A, B, C, D noktalarının herhangi birinde olması durumunda yatırımını gerçekleştirmektedir. E noktasında ise yatırım kararı alınırken karlılık durumu daha fazla göz önünde bulundurulmaktadır. Yatırım gerçekten verimli olacaksa bu alan tercih

edilebilir. Fakat F, G, H noktaları yatırım için riskin katlanılmaz düzeyde olduğu alanları ifade ettiğinden, yatırımcı tarafından yatırım yapmak tercih edilmemektedir.

Politik ve ekonomik risk faktörleri şirketlerin yatırım kararında son derece etkili olmaktadır. Sing ve Jun'a (1995) göre işletmeler özellikle yatırım yapacakları ülkenin politik risk kavramıyla yakından ilgilenmektedir.

Tablo 1.4. Politik Riskin Kaynakları

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Girişine İlişkin Kısıtlamalar	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Yabancı yatırımcının bir işletmede sahip olabileceği öz sermaye oranına getirilen kısıtlamalar</li> <li>➤ Yabancı yatırımcıların yatırımda bulunabilecekleri işletme türleri hakkında kısıtlamalar</li> <li>➤ Mülkiyet kısıtlamaları</li> <li>➤ Seçilmiş endüstrilere yönelik doğrudan yabancı sermaye giriş yasakları (yatırımların dışlanması)</li> <li>➤ Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının onaylanmasına ilişkin belirsiz kriterler</li> <li>➤ Yüksek vergiler ve zayıf teşvikler</li> <li>➤ Öz kaynak limitleri</li> </ul>
Döviz Transferlerinde Limitler	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Sermaye ve kar geri dönüşünün önlenmesi</li> <li>➤ Uzun geri dönüş gecikmeleri</li> <li>➤ Net değere göre geri dönüş emri</li> <li>➤ Döviz kazancıyla geri dönüş kısıtlamaları</li> </ul>
Devletin Ekonomideki Rolü	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Devlet müdahalesi</li> <li>➤ Fiyat kontrolleri</li> <li>➤ Doğal kaynak kullanımı için fiyat belirleme</li> <li>➤ Tekellerin düzenlenmesi</li> </ul>
Toplumsal İstikrarsızlık	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Kırılgan siyasi yapılar</li> <li>➤ Toplumdaki zayıf organizasyon yapısı</li> <li>➤ Yolsuzluk</li> </ul>
Siyasi Şiddet	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Suçluluk</li> <li>➤ İç savaş</li> <li>➤ Sivil itaatsizlik</li> <li>➤ İsyanlar</li> </ul>
Hükümet Yetersizliği	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Ekonomiyi düzenleyememe ve reform gerçekleştirememesi</li> <li>➤ Demokratik kurum ve ruh eksikliği</li> </ul>
Uluslararası Kuruluşlarla Düzensiz İlişkiler	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ IMF ve Dünya Bankası ile sorunlar</li> <li>➤ Birleşmiş Milletler ile ilgili sorunlar</li> </ul>
Yabancılara Karşı Düşmanca Tutum	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Yabancılara karşı şiddet</li> <li>➤ Yabancılara karşı hoşgörüsüzlük</li> <li>➤ Gurbetçi emek kısıtlaması</li> </ul>
Ülkelerin Bilgiyi Paylaşmama Sorunu	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Şeffaf olmama durumu</li> <li>➤ Çoğu siyasi ve ekonomik kararın gizliliği</li> </ul>

**Kaynak:** Wafo,1998: 19-20

Tablo 1.4.'de ülkelerin politik risk kavramını değerlendirme sürecinde dikkate aldıkları kriterlere yer verilmiştir. Bunların önemi, yatırımcılara göre değişmekle birlikte özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımcılarına yönelik, ülkenin politik tutumu büyük önem taşımaktadır.

DYSY üzerinde etkili olan diğer önemli faktör ise ev sahibi ülkedeki devlet düzenlemeleridir (Blomström ve Kokko, 2003: 20-21; Loree vd, 1995:296). Ülkedeki özel sektör bağlamında gerçekleşmekte olan devlet düzenlemeleri, istikrarın göstergesi niteliğindedir. Dolayısıyla da devlet düzenlemelerinin varlığı güven sağlamaktadır. Fakat söz konusu düzenlemelerin çok sıkı nitelikte olması ve devletin özel sektör üzerindeki rolünün fazla olması işletme açısından negatif etki yaratmaktadır. Yani devlet müdahalesinin düzeyi, yabancı yatırımcının piyasadaki faaliyetlerini teşvik edebilmekte ya da azaltabilmektedir (Tocar, 2018: 175).

Bir ülkede haberleşme sistemleri, kara yolu, hava yolu ve deniz yolu gibi ulaşım sistemlerinin tümü ve telefon internet gibi iletişim araçları alt yapı sistemleri olarak ele alınmaktadır. Yabancı yatırımcı, üretimin ve dağıtım sürecinin aksamaması için yatırım amacıyla seçtiği ülkenin alt yapı sistemlerinin iyi olmasına dikkat etmektedir. Khachoo ve Khan (2012) gerçekleştirdikleri çalışmalar sonucunda, altyapısı gelişen ülkelerin yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiği sonucuna ulaşmıştır. Yatırımcı için bir diğer önemli faktör ise, yatırım sonucu oluşan sermaye ve kar payının transferinin gerçekleşmesinin önünde engellerin olmamasıdır. Çünkü birçok yatırımcı başka bir ülkede üretim yapması sonucunda gerçekleşen karını tekrar kendi ülkesine transfer etmek istemektedir. Kimi zaman bazı ülkeler hukuki engeller koyarak buna izin vermemektedir. Bu durumda yatırımcı kar payını tekrar aynı ülkede bir işletme kurarak kullanmak durumunda kalmaktadır. Dolayısıyla doğrudan yabancı yatırım kararı alan işletme bunu da değerlendirmektedir.

Yatırım yapılması planlanan ülkenin sosyal ve ahlaki yapısı da yatırımcı şirket için önem taşımaktadır. Kimi zaman ÇUŞ'lar, kendilerini yabancı olarak hissedecekleri bir piyasada yer almak istememektedirler. Dolayısıyla da sosyal, ahlaki ve kültürel bakımdan kendilerine yakın özelliklere sahip ülkeler ile iş birliği içerisine girmeyi tercih etmektedirler (Benito ve Gripsrud, 1991: 467; Tocar, 2018: 184). Örneğin, Brouthers ve Brouthers'a (2001) göre kültürel yakınlık faktörü DYSY'nin ülkeyi giriş şekli üzerinde önemli etkiye sahiptir. Yabancı yatırımcı genellikle kültürel olarak yakın olduğu ülkelerde sıfırdan yatırım türüne yönelirken, kültürel olarak kendi ülkesine uzak olan ülkeler ile ortaklık ilişkisinde bulunma yolunu seçmektedir. Bunun yanı sıra ülkede yaşayan bireylerin yaşam kalitesi, okuryazarlık oranı, teknolojik donanımları da dikkat edilen diğer faktörler arasında yer almaktadır.

### 1.3. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Endeksleri

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının daha iyi anlaşılabilmesi amacıyla 2001 ve 2002 yıllarında Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) tarafından, doğrudan yabancı sermaye performans endeksi ve potansiyel endeks kavramları oluşturulmuştur (Saygın, 20170: 72).

#### 1.3.1. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı performans endeksi

Ekonomilerin birbirleriyle karşılaştırılması ve bazı sonuçlar elde edilmesi için, ülkeye gelen DYSY'nin miktarını ve bunun ev sahibi ülke yatırımları içerisindeki payını incelemek gerekmektedir. UNCTAD'a (2002) göre, DYSY performans endeksinde, ev sahibi ülkenin GSYİH düzeyinin yüksek olmasının ülkenin daha fazla yatırım çekmesini sağlayacağı ifade edilmektedir. GSYİH'nin incelenmesi, politik ve ekonomik istikrarın, doğal ve beşeri sermayenin ve diğer faktörlerin de göz önüne alındığı anlamına gelmektedir. DYSY performans endeksi, ülkelerin dünya yabancı yatırımlarından aldığı payın, dünya gelirinden aldığı paya bölünmesi ile oluşturulmaktadır.

DYSY performans endeksinin matematiksel ifadesine aşağıda yer verilmiştir (UNCTAD, 2002: 22-23);

$$IND_i = \frac{DYSY_i/DYSY_D}{GSYİH_i/GSYİH_D} \quad (1)$$

$IND_i$ : İ ülkesi için doğrudan yabancı sermaye yatırımı endeksi

$DYSY_i$ : İ ülkesine gelen doğrudan yabancı yatırım akımı

$DYSY_D$ : Dünyada yabancı yatırım akımları

$GSYİH_i$ : İ ülkesinin GSYİH

$GSYİH_D$ : Dünya GSYİH

DYSY performans endeksi, bir ülkenin küresel DYSY akışlarındaki payının küresel GSYİH içindeki payına oranıdır. Endeks değeri bir olan ülkeler, tam olarak göreceli ekonomik büyüklüklerine uygun olarak DYSY çekmektedir. Endeks değeri birden büyük olan ülkeler, GSYİH'den beklenen yükselme düzeyinden daha fazla DYSY çekmektedir. Bu ülkeler yüksek büyüme beklentisi, ekonomik nitelikli iş gücü, doğal kaynakları ve gelişmiş

Ar-ge sistemleri ile DYSY için cazibe merkezleri haline gelmektedir. Endeks değerleri birin altında olan ülkeler ise ekonomilerinde istikrarsızlık, rekabet zayıflığı gibi sorunlarla karşı karşıya oldukları için daha az DYSY çekmektedir.

### 1.3.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Potansiyel Endeksi

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları kapsamında ele alınan diğer bir endeks ise UNCTAD tarafından 2002 yılında oluşturulmuş DYSY potansiyel endeksidir. Endekste on iki adet ekonomik ve yapısal değişken yer almaktadır Bunlar aşağıdaki gibidir (Harrison, 2011: 94-95):

1. Ortalama GSYİH Büyüme Hızı
2. Kişi Başına GSYİH (Dolar)
3. Toplam ihracatın GSYİH içindeki payı
4. Telekomünikasyon alt yapısı
5. Kişi başına ticari enerji tüketimi
6. Ar-Ge harcamalarının GSYİH'ye oranı
7. Yüksek öğrenimdeki öğrenci sayısının toplam nüfus içindeki payı
8. Ülke riski
9. Doğal kaynak ihracatının dünya toplamı içindeki payı
10. Elektronik ve taşıt araçları aksam ve parça ithalatının dünya toplamı içindeki payı
11. Hizmet ihracatının dünya toplamı içindeki payı
12. Doğrudan yabancı sermaye yatırım stokunun dünya toplamı içindeki payı

DYSY'nin potansiyel endeksinin matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir;

$$\text{Skor} = \frac{V_i - V_{min}}{V_{max} - V_{min}} \quad (2)$$

$V_{min}$ : Bütün ülkeler arasındaki değişkenin aldığı en düşük değer

$V_{max}$ : Bütün ülkeler arasındaki değişkenin aldığı en büyük değer

UNCTAD'a (2002) göre dünya ülkeleri; DYSY performans endekslerine ve potansiyel endekslere bakılarak dört ana gruba ayrılmaktadır. Bunlardan ilki yüksek DYSY performansına sahip ve yüksek potansiyele sahip "*önde gelenler*" olarak nitelendirilen ülkelerdir. Bu ülkeler tüm ülkelerin performansına ve potansiyeline göre sıralamanın orta noktasının üzerinde yer almaktadır. İkincisi yüksek DYSY performansına ve düşük potansiyele sahip, "*potansiyelin üzerinde ekonomiler*" olarak ifade edilen ülkelerdir. Bu ülkeler tüm ülkelerin performansına ve potansiyeline göre sıralamanın orta noktasının altında yer almaktadır. Üçüncü ülke grubu ise, DYSY performansı düşük ve yüksek potansiyele sahip ülkeler, "*potansiyelin altında ekonomiler*" olarak adlandırılmaktadır. Bu ülkeler tüm dünya ülkelerinin performansına göre sıralamanın orta noktasının altında ve potansiyeline göre ise sıralamanın orta noktasının üstünde yer almaktadır. Son ülke grubu ise DYSY performansı ve potansiyeli düşük ülkeler ise, "*düşük performans gösteren ülkeler*" olarak nitelendirilmektedir. Bu ülkeler tüm ülkelerin performansına ve potansiyeline göre sıralamanın orta noktasının altında yer almaktadır.

#### **1.4. Uluslararası Portföy Yatırımları**

İkinci Dünya Savaşı sonrası değişen dünya koşullarında ortaya çıkan küreselleşme kavramı özellikle 1980'li yıllar sonrası büyük önem kazanmıştır. Genel anlamda uluslararası sınırların ortadan kalkması anlamına gelen küreselleşmenin kazandırdığı en önemli kavramlardan biri de finansal liberalizasyondur. Finansal liberalizasyon tıpkı emek faktörü gibi sermaye faktörünün de uluslararası mobilitesi anlamına gelmektedir. Özellikle 1990 yılı sonrası yatırımcıların çoğu tarafından tercih edilmekte olan portföy yatırımları son yıllarda çeşitli nedenlerle artış kazanmıştır.

##### **1.4.1. Uluslararası Portföy Yatırımları Kapsamı**

En genel tanımıyla portföy yatırımları, çeşitli menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak nitelendirilmektedir. IMF'ye (2009) göre uluslararası portföy yatırımları, doğrudan yabancı sermaye ve rezerv varlıklar haricinde, borç senedi ve hisse senedi biçiminde yapılan uluslararası yatırım faaliyetleri olarak ifade edilmektedir. UNCTAD'ın (1999) tanımına göre ise yabancı bir yatırımcının başka bir ülkenin menkul kıymetlerine, şirketlerin hisse



senedi varlıklarına ya da dolaylı olarak finansal piyasalar aracılığıyla finansal varlıklara gerçekleştirdikleri yatırımları kapsamaktadır.

Portföy yatırımlarının kapsamı, devlet ya da özel sektör tarafından ihraç edilen tahvil ve bonolar, hisse senetleri ve çeşitli sermaye piyasası araçlarını içermektedir (Claessens vd,1995:153). Portföy yatırımları, yatırımda bulunulan işletme değerinin en fazla %10'u oranında gerçekleşmektedir. Bu da yatırımcıya herhangi bir ortaklık ya da yönetimde söz sahipliği imkânı tanımamaktadır (Eniekezimene, 2013: 15). Ogbonna'ya (2019) göre ise uluslararası portföy yatırımı kavramı, nakit, hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıkların karı maksimize etmek amacıyla uluslararası transferinden oluşmaktadır. Söz konusu yatırımlarda, portföy sahipleri kar elde etmek amacıyla, sermayelerini en verimli olabilecek ülkelere taşımaktadır.

Brennan ve Cao'ya (1997) göre, 1980'li yılların başında yatırımcılar uluslararası portföy yatırımları konusunda önyargılı yaklaşıyordu. Bunun en önemli nedenleri olarakta yabancı menkul kıymetlerle işlem yapmanın yüksek maliyeti, politik risk, sermaye hareketliliğinin önündeki engeller ve asimetric bilgi gösterilmektedir. Fakat 1990 yılı sonrası portföy yatırımları özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından büyük önem arz etmeye başlamıştır. Portföy yatırımlarındaki yükselişin iki temel nedeni mevcuttur. Bunlardan ilki finansal piyasaların liberalizasyonu sonucunda, önemli finansal kaynakların kurumsal yatırımcıların elinde yoğunlaşmasıdır. Diğer neden ise, gelişen teknoloji sayesinde uluslararası piyasa verilerine ulaşımın kolaylaşmasıdır (Türksever,2001: 53). Gelişen teknolojik koşullar kişi ve kurumların uluslararası boyutta, kolaylıkla yatırım gerçekleştirmelerini sağlamaktadır. Kişi ve kurumlar gerek riski azaltmak gerekse kar elde etmek için portföy çeşitliliğine gitmektedir.

Ayrıca portföy yatırımlarında ülkelerin finansal piyasaları büyük önem arz etmektedir. Finansal piyasalar birincil ve ikincil piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birincil piyasalar, bir menkul kıymetin ilk defa alışverişe konu olduğu piyasalardır. İkincil piyasalar ise menkul kıymetlerin ilk ihraçları sonrasında işlem gördükleri piyasalardır (Levišauskait, 2010:20). Portföy yatırımında bulunmak isteyen yatırımcı ülkelerin birincil ve ikincil piyasalarını yakından incelemektedir. Yatırımlar büyük çoğunlukla ikincil piyasalarda gerçekleşmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler portföy yatırımlarını çekmek amacıyla gerek sermaye piyasalarında gerekse para politikalarında, çeşitli düzenlemeler yapmaktadır. Dolayısıyla ülkeye sermaye girişi, kalkınma üzerinde önemli bir etki yaratmakta, döviz girdisi reel sektörü de pozitif yönde etkilemektedir.

Portföy yatırımlarının gerçekleşmesi diğer yatırım türlerine göre daha sistematik ve kolaydır. Portföy yatırımları ev sahibi ülkeye giriş yaptıklarında, ülke ekonomisinde olumlu etkiler yaratmaktadır. Fakat söz konusu yatırımlar ülkede herhangi bir risk ortamı olduğunda ya da kriz ortamında mobilite özelliği nedeniyle kolaylıkla ülkeden çıkış sağlamaktadır. Bu durum, ev sahibi ülkede yaşanan krizin derinleşmesine neden olmaktadır. Bu nedenle portföy yatırımına ev sahipliği yapmak isteyen ülkeler ilk olarak finansal piyasalarını geliştirmeli, derinleştirmeli, finansal piyasalardaki volatiliteyi azaltmalı ve buna yönelik reformlar gerçekleştirmelidir.

#### **1.4.2. Uluslararası Portföy Yatırım Araçları**

Portföy yatırımlarında, portföye dahil edilebilecek çok sayıda yatırım araçları mevcuttur. Bunların en sık tercih edilenleri tahvil ve hisse senetleridir. Portföy yatırımlarında sıklıkla kullanılan bir yatırım aracı olan tahvil, devlet veya özel sektör tarafından ihraç edilen vadesi bir yıldan uzun olan yatırım aracıdır (Doğanay ve Aktaş, 2019: 3). Devlet tarafından ihraç edilen süresi bir yıldan kısa olan borçlanma senetlerine ise hazine bonosu denilmektedir. Özellikle devlet tahvilleri riskin minimum düzeyde olduğu yatırım araçları içerisinde yer almaktadır. Uluslararası tahvil yatırımı sonucunda vade sonunda anapara, faiz ile birlikte geri ödenmektedir. Özel sektörde yapılan tahvil yatırımı sonucu işletmede herhangi bir söz hakkı olmamaktadır. Bunun yanı sıra işletmede oluşabilecek zarar durumunda yatırımcı zarardan etkilenmemektedir.

Diğer bir yatırım aracı ise hisse senedir. Hisse senedi anonim ortaklık şeklinde yönetilmekte olan işletmelere belirli oranda ortaklık hakkı tanıyan yatırım aracıdır. Portföy yatırımlarının hisse senedinden oluşması, yatırımcıya ortaklık hakkı, yönetime katılma hakkı, kar ve zarara ortaklık, tasfiye durumunda pay alma hakkı ve bilgi edinme hakkı tanımaktadır. Hisse senedi yatırımları tahvil yatırımlarına oranla daha riskli yatırımlardır.

Diğer yatırım araçları, varantlar, imtiyazlı hisse senetleri, katılma intifa senetleri, kar-zarar ortaklık belgeleri, banka bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları, mevduat sertifikaları, yabancı sermaye piyasası araçları, ipotekli sermaye

piyasası araçları, döviz ve döviz tevdiat hesapları, repo, opsiyon sözleşmeleri ve vadeli işlem sözleşmeleri olarak sıralanabilmektedir (Başar, 2013: 12).

### **1.4.3. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri**

1980 yılı sonrası tüm dünyada önem kazanan küreselleşme hareketleri ve bunun beraberinde ortaya çıkan sermaye akımlarındaki serbestleşme, uluslararası portföy yatırımlarının gelişimi açısından dönüm noktası olmuştur. Küreselleşme ve finansal serbestleşme, uluslararası piyasalarda rekabet gücünün arttırmaya başlamıştır. Söz konusu piyasalarda yer alabilmek ve verimlilik düzeylerini arttırmak için, tüm ekonomiler daha stratejik reformlar uygulamaya başlamışlardır. Bu reformların asıl amacı yabancı sermayeyi ülkeye çekerek ekonomik kalkınmayı sağlamak ve uluslararası piyasada yer almaktır (Singhania ve Saini, 2017: 2).

Uluslararası portföy yatırımlarının belirleyicileri iki temele dayandırılmaktadır. Bunlar; literatürde itici ve çekici faktörler olarak ifade edilmektedir. İtici faktörler, yabancı yatırımcının ülkesi ve yatırım gerçekleşecek ülkedeki ekonomi dışında dünya ekonomik güçlerini yansıtmaktadır (Oke vd., 2020: 35). Yani bu faktörler uluslararası ekonomik konjonktürden kaynaklanan nedenleri kapsamaktadır. Bölgesel ticaret anlaşmaları portföy yatırımlarında itici faktörlerin ilk sırasında yer almaktadır (Kar ve Tatlısoy, 2008: 9). Dünya faiz oranlarındaki düşüş ve gelişmiş ekonomilerdeki durgunlukta itici faktörler olarak ele alınmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler portföy yatırımlarını çekmek için faiz oranlarını yüksek belirlemektedir. Ev sahibi ülke faiz oranlarını belirlerken dünya reel faiz oranlarını ve ülkenin risk oranını göz önünde bulundurmaktadır. (Oke vd.,2020:35).

Yatırımcıyı uluslararası portföy yatırımlarına yönelten diğer bir itici sebep ise kendi ülkesindeki olumsuz ekonomik, politik ve sosyal koşullardır. Bu olumsuz koşullar, ülkede belirsizlik ve riske yol açmaktadır. Yoğun risk barındıran ülkeler yatırımcı açısından, diğer ülkelerin daha cazip hale gelmesini sağlamaktadır. Bunun yanı sıra ülke finansal piyasasında yeterli derinliğin sağlanamaması ülke piyasasında menkul kıymet çeşitliliğinin yetersiz olması da yatırımcıyı başka ülkelerde yatırımlara yönelten diğer sebeplerdir.

Eun ve Resnick'e (2002) göre, çoğu portföy yatırımcısı riski bölmek amacıyla portföy çeşitlendirmesi yoluna gitmektedir. Bu amaçla, çeşitli ülkelerde çeşitli menkul kıymetlere yatırım yaparak herhangi bir ülkede ortaya çıkabilecek olumsuz ekonomik koşullardan minimum düzeyde etkilenmeyi hedeflemektedir. Bu durum özellikle yüksek

risk barındıran ülkeler için geçerlidir. Ekonomik ve politik olarak yapısal sorunlar yaşamakta olan ülkeler riskli ülkeler olarak nitelendirilmektedir. Bu ülkeler portföy yatırımı bağlamında yabancı yatırımcı çekebilmek için uluslararası faiz oranından çok daha yüksek bir faiz oranı uygulamaktadır. Portföy sahibi böyle bir durumda söz konusu ülkeye yatırımda bulunmak istediğinde, portföy çeşitlendirmesini tercih etmektedir. Yani yatırımın bir kısmını yüksek faiz getirisi sağlamak için riskli ülkeye yapmaktadır.

Uluslararası portföy yatırımlarına yönelten çekici faktörler ise portföy yatırımlarının yönelmiş olduğu ev sahibi ülkenin cazip koşullarını kapsamaktadır. Gossel ve Biekpe'ye (2015) göre, ev sahibi hükümetlerin maliye politikaları, ticari liberalizasyonları, özel tüketim oranları, ülke risk primleri ve kurumsal kaliteleri portföy yatırımları için çekici faktörler arasında yer almaktadır.

Portföy yatırımlarının çekici faktörleri farklı şekillerde sınıflandırılabilir. Kar ve Tatlisoy'a (2008) göre, ulaşım ve haberleşme teknolojisinin gelişmesi, sermaye hareketleri üzerinde kontrollerin kalkması ve finansal liberalizasyon, reel faiz oranları ve vergi oranları, ekonomik büyüme oranları, ülkedeki makroekonomik istikrar, menkul kıymet piyasalarının derinliği, bankacılık sisteminin yapısal özellikleri, uygulanan döviz kuru politikaları ve politik istikrar çekici faktörler arasında yer almaktadır.

Ayrıca uluslararası portföy yatırımının ülkeye içsel ya da dışsal etkenler nedeniyle gelmesi ev sahibi ülke açısından büyük önem arz etmektedir (Yıldız, 2012: 25). Bu nedenle ev sahibi ülke, yatırımın giriş nedenini derinlemesine incelemektedir. Eğer giriş nedeni dışsal bir faktörden kaynaklı ise ekonomi politikalarında herhangi bir revizyon gerçekleştirilmemektedir. Fakat uluslararası portföy yatırımlarının ev sahibi ülke tercih edip etmemesi içsel yani ülke içi nedenlerden kaynaklanmakta ise söz konusu ülke uluslararası portföy yatırımına yönelik düzenlemelerin kapsamını genişletme yolunu tercih etmektedir.

Calvo vd.'ye (1994) göre, portföy yatırımlarını çekecek politika önerileri genel olarak, hükümetin maliye politikalarını düzenleyerek fiyat istikrarını sağlaması, yurtiçi sermaye piyasasının serbestleştirilmesi ve döviz kurunun kontrol altına alınması gibi kurumsal reformların uygulanması temeline dayanmaktadır. Özellikle döviz kuru uluslararası portföy yatırımları açısından büyük öneme sahiptir. Çünkü yatırımcı, yatırımını ev sahibi ülke para birimi ile gerçekleştirmektedir. Ülkede herhangi bir döviz kuru riskinde yatırım ülkeyi terk edebilmektedir.

Portföy yatırımlarının belirleyicilerine ilişkin literatürde birçok çalışma mevcuttur. Kaur ve Dhillon'a (2010) göre borsa getirisi, piyasa değeri, finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme yabancı portföy yatırımları üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Chuhan (1994) ise gerçekleştirdiği analiz sonucunda büyük portföy akışlarının genellikle liberalleşme konusunda ilerleme kaydetmiş olan ülkeleri tercih ettiği sonucuna varmıştır. Bunun nedeni ise ülke ekonomilerinin düzenleyici reformlarının başarıları ve sürdürülebilir olmasıdır. Gooptu (1994) çalışmasında özellikle gelişmekte olan ülkeler arasında portföy yatırımı çekmek için büyük bir rekabetin olduğu vurgulamıştır. Bu nedenle de söz konusu ülkeler portföy yatırımı çekmek amacıyla ekonomik ve kurumsal reformlar uygulamalı ve bunları kalıcı hale getirmelidirler. Wesso'ya (2001) göre ise uluslararası portföy yatırımları yüksek enflasyon oranı ve devlet bütçe açıklarından olumsuz etkilenirken, güçlü ekonomik büyüme ve yüksek faiz oranlarından olumlu yönde etkilenmektedir.

İtici ve çekici faktörler yukarıda bahsedildiği gibi uluslararası portföy yatırımlarının belirleyicisi niteliğindedir. Portföy yatırımında itici ya da çekici etkilerin hangisinin daha aktif rol oynayacağına yatırımcı karar vermektedir. Genellikle çekici faktörlerin yatırım kararında daha büyük etki yarattığı ifade edilebilmektedir. Diğer yandan özellikle gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğu uluslararası portföy yatırımlarına ev sahipliği yapmak için özellikle sermaye piyasalarını daha cazip hale getirmektedir. Çünkü söz konusu ülkeler ülkeye para akışını sağlamak ve dünya finansal sisteminde yer almak istemektedir. Bu doğrultuda ülkelerin finansal piyasalarında uygulamaya koymuş oldukları reformlar ve teşvikler ülkelerin uluslararası portföy yatırımlarına ne denli önem verdiğinin göstergesi niteliğindedir.

#### **1.4.4. Uluslararası Portföy Yatırımı Süreci**

Uluslararası portföy yatırım süreci genel olarak beş aşamadan oluşmaktadır. Bunlar, yatırım politikasının belirlenmesi, yatırım araçlarının belirlenmesi, yatırım portföyünün oluşturulması, portföy revizyonu, portföy yatırım performansının ölçülmesi ve değerlendirilmesidir (Levišauskait, 2010: 23-24).

Portföy yatırımlarında ilk aşama yatırım politikasının belirlenmesidir. Bu süreçte yatırımcı hangi türde yatırımda bulunmak istediğini ve yatırımın ulusal ya da uluslararası boyutunu belirlemektedir. Ayrıca yatırım politikası, yatırımcının risk algısını, yatırımdan beklenen getirisini ve hedeflerini kapsamaktadır. Özellikle risk toleransının belirlenmesi en

önemli hedeflerden birisidir. Çünkü yatırımcı, yatırımda bulunduğu takdirde mümkün olan en yüksek getiriyi elde etmeyi amaçlamaktadır. Portföy yatırımlarında risk ve getiri aynı doğrultuda hareket etmektedir. Yani yatırım riskinin yüksek olduğu durumlarda getiride yüksektir (Levišauskait, 2010: 23-24).

Yatırım analizi sonrası ikinci aşama yatırım araçlarının belirlenmesidir. Bu aşamada yatırım araçlarının incelenmesi ve yatırımcı adına en uygun olanın seçilmesi gerekmektedir. Yatırımcı, ev sahibi ülkenin geçmiş ekonomik sosyal ve politik verilerini incelemekte ve değerlendirmektedir. Bunun yanı sıra çeşitli yöntemlerle yatırım sonrası ülkenin, sektörün ya da yatırımın durumu hakkında matematiksel tahminler yapmaktadır. Ekonomik analiz kapsamında, ev sahibi ülkenin büyüme oranları, enflasyon oranları, ödemeler bilançosu dengesi gibi ekonomik verileri incelenmektedir. Politik kapsamda ele alındığında ise, ülkenin geçmiş ve günümüz politik istikrarı ve bunun ekonomi üzerindeki etkisi ele alınmaktadır (Kapoor, 2004: 1365).

Portföy yatırımı sürecinin üçüncü aşaması yatırım portföyünün oluşturulması sürecidir. Yatırımcı daha önceki süreçlerde yapmış olduğu değerlendirmeler sonucunda, portföy yatırımlarını hangi varlıklardan oluşturacağına karar vermektedir. Bir sonraki aşama portföy revizyonu aşamasıdır. Bu aşamada yatırımcı elinde bulunan bazı varlıkları satarak ya da yeni varlıklar satın alarak portföyünü yenilemektedir. Son aşama ise portföy yatırımının performansının ölçülmesi ve değerlendirilmesidir. Yatırım gerçekleştikten sonra yatırımcı incelemeye devam etmektedir. Herhangi bir risk unsuru ile karşılaşması halinde yatırımı geri çekmektedir (Levišauskait, 2010: 23-26).

#### **1.4.5. Uluslararası Portföy Yatırımları Teorileri**

Son yıllarda büyük önem kazanmış olan uluslararası portföy yatırımları teorileri, geleneksel portföy yatırımı teoremi, modern portföy yatırımı teoremi, sermaye varlıkları fiyatlama modeli, arbitraj fiyatlama teoremi ve etkin piyasa teoremi olarak incelenmektedir.

##### **1.4.5.1. Geleneksel portföy yatırımı teoremi**

Geleneksel portföy yaklaşımı 1900'li yılların başında önem kazanmaya başlamış ve 1952 yılında modern portföy yaklaşımının ortaya koyulmasıyla geçerliliğini yitirmiştir. Geleneksel portföy teorisinde uluslararası portföy yatırımcısı, yatırım aşamasında birden fazla menkul kıymeti bir araya getirerek portföy oluşturmaktadır. Portföyün çeşitliliği

tamamen yatırımcının kararına bağlıdır. Geleneksel portföy teoremi çeşitlilik ilkesine dayandırılmaktadır (Başar, 2013: 71-72).

Penaranda'ya (2007) göre, bu çeşitlendirme de en önemli ölçüt ise risk kavramıdır. Farklı ülkelerdeki menkul kıymetler ya da aynı ülkedeki farklı menkul kıymetler değişik risk oranlarına sahiptir. Temel amacı maksimum fayda yani kar sağlamak olan yatırımcı, riski bertaraf etmek amacıyla portföyünü çeşitlendirme yoluna gitmektedir. Farklı menkul değerlere portföyünde yer veren yatırımcı herhangi bir ülkede ya da menkul kıymette oluşabilecek riskten, tüm yatırımının etkilenmemesini hedeflemektedir. Yani geleneksel portföy teorisinin temel hedefi riski dağıtarak asgari düzeye indirmektir.

Jones vd.'ye (1977) göre geleneksel portföy teorisi dört aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşama; yatırımcıyı yönlendirecek olan aracı tarafından yatırımcıya ait tüm bilgilerin toplanmasıdır. Bu en önemli aşamadır. İkinci aşama, yatırımcının amacının belirlenmesidir. Bazı yatırımcılar yatırımın ilk aşamalarında kısa vadede daha az kar sağlamak amacıyla yatırıma yönelirken bazı yatırımcılar ise daha uzun vadede daha yüksek kar elde etmek istemektedir. Bunun yanı sıra kimi zaman yatırımcı yüksek risk ve bununla doğru orantılı olarak yüksek kar elde etmeyi arzulamaktadır. Bu nedenle de portföy oluşturulurken yatırımcının hedefi dikkate alınmaktadır. Üçüncü aşama, portföye dahil edilecek olan menkul kıymetlerin belirlenmesi sürecidir. En son aşama ise risk dağılımını sağlamak için portföyün çeşitlendirilmesi ve yatırımın gerçekleştirilmesidir.

Geleneksel portföy yönetimi teorisi birçok açıdan eleştirilmiştir. Bunların başında fazla miktarda portföy çeşitlendirmesi yoluyla oluşturulmuş olan portföylerin yönetiminin zor olmasıdır. Diğer bir eleştiriye göre ise teoride portföyü oluşturan hisse senedi gibi menkul değerlerin birbiri ile ilişkisi göz ardı edilmektedir (Keskintürk vd, 2010:2). Ayrıca söz konusu menkul kıymetlerin ayrı ayrı araştırılması ve yönetilmesinin maliyetinin yüksek olacağı vurgulanmıştır. Bunun yanı sıra teori matematiksel alt yapıya sahip değildir.

#### **1.4.5.2. Modern portföy yatırımı teoremi**

Modern portföy teorisi 1952 yılında Harry Markowitz tarafından yazılan Portfolio Selection adlı makale ile ortaya koyulmuştur. Teori geleneksel portföy teorisini eksiklerinin tamamlanması açısından bir devam teorisi niteliğindedir. Markowitz'in literatüre bu katkısı finansal ekonomi alanında büyük önem arz etmektedir. Geleneksel portföy teorisi, riski azaltmak için portföy çeşitliliğinin önemi vurgulamakta fakat matematiksel olarak herhangi

bir risk ölçümü yoluna gitmemektedir. Modern portföy teorisi de risk faktörünün önemine değinmiştir. Fakat portföy çeşitlendirmesinin buna çözüm olmayacağını vurgulamıştır. Teori riskin hesaplanması yöntemine dayandırılmaktadır (Mangram, 2013: 59).

Markowitz'e (1952) göre, portföyü oluşturabilecek menkul kıymetlerin getiri miktarlarının arasındaki bağlantının dikkate alınması gerekmektedir. Bunun sonucunda ise aralarında pozitif ilişki olmayan menkul kıymetler aynı portföyde bir araya getirilmemelidir. Böylece riski minimum düzeye indirmek mümkündür. Ayrıca, portföy seçimi süreci iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama gözlem ve tecrübe ile başlamakta ve menkul kıymetlerin gelecekteki performansları hakkındaki beklenti ile son bulmaktadır. İkinci aşama ise gelecekteki yatırımın getirisi ile ilgili beklentiyle başlamakta ve portföy seçimiyle sona ermektedir.

Markowitz'e (1952) göre, portföy teoremi dört temel varsayıma dayanmaktadır. İlk varsayım yatırımcının rasyonel karar almasıdır. Yani yatırımcı her zaman aynı risk düzeyini oluşturan menkul kıymetler arasında çok getiri sağlayanı az getiri sağlayanı tercih etmektedir. İkinci varsayıma göre, portföy oluşturma aşamasında yatırımcının temel amacı faydayı maksimum düzeyde sağlamaktır. Bununla birlikte yatırımcı için en önemli yatırım ölçütleri beklenen getiri ve risk faktörüdür. Modern portföy teoreminin son varsayımı ise, sermaye piyasasının organize bir şekilde etkin olmasıdır. Bu da piyasada asimetrik bilginin olmadığı anlamını taşımaktadır. Tüm yatırımcılar eş zamanlı olarak tüm bilgiye sahip olabilmektedir. Modern portföy teoreminde, portföy oluştururken yatırımcının dikkate alması gereken unsurlar, menkul kıymetlerin gelecekte sağlayacakları getiri ve oluşabilecek riskin yanı sıra, portföyde bulunabilecek yatırım araçlarının arasındaki etkileşimdir. Markowitz özellikle uluslararası portföy yatırımlarına önem vermiştir. Bunun ulusal düzeyde portföy çeşitlendirmesinde daha az riskli olacağını vurgulamıştır. Sonuç olarak Markowitz ulusal ve uluslararası bazda portföy yatırımları açısından matematiksel bir yöntem geliştirerek kendisinden sonraki teorilere ışık tutmuştur.

Jones (2017) gerçekleştirdiği analiz sonucunda modern portföy yatırımı teoremini eleştirmiştir. Çalışmaya göre, modern portföy teoremi riski yalnızca sistematik risk olarak ele almaktadır. Sistematik olmayan riske analizde yer vermemektedir. Fakat gerçekte toplam risk, sistematik ve sistematik olmayan riskten oluşmaktadır. Dolayısıyla da analizlerde toplam risk kavramı incelemeye alınmalıdır. Bu da teorinin yetersizliğini ortaya koymaktadır. Teoreme bir diğer eleştiri ise Curtis (2004) tarafından gelmiştir. Modern



portföy yatırımı teorisine göre yatırımcılar rasyonel davranmaktadır. Fakat Curtis (2004), yatırımcıların gerçek hayatta her zaman rasyonel davranmadığını bazı zamanlarda gelecek ile ilgili olumlu ya da olumsuz beklentilerinde yatırımcıları yanlış kararlara sürükleyebileceğini vurgulamıştır.

#### **1.4.5.3. Sermaye varlıklarını fiyatlama teoremi (CAPM)**

Sermaye varlıkları fiyatlama teoremi (CAPM), modern portföy teoreminden yola çıkarak William Sharpe (1964) ve John Lintner (1965) tarafından oluşturulmuştur. Teorem yıllar geçmesine rağmen günümüzde hala işletmelerin portföy maliyetlerini tahmin etmekte ve portföyü oluşturan menkul kıymetlerin performansını değerlendirmekte yaygın olarak kullanılmaktadır (Fama ve French, 2004: 25).

Sharpe'e (1964) göre, uluslararası ya da ulusal bazda sermaye piyasalarında profesyonel olarak rol alanların en büyük sorunlarının başında, risk koşullarını tahmin etmekte kullanılmakta olan mikro ekonomik teorilerin var olmamasıdır. Geleneksel teoriler yatırımlar hakkında pek çok fikir sunmakta fakat bunun yanı sıra risk belirlemede yetersiz kalmaktadırlar. CAPM modelinden önce; risk fiyatlarının, yatırımcı tercihlerinin temel etkilerinden ve sermaye varlıklarının fiziksel özelliklerinden kaynaklandığını açıklamaya yönelik herhangi bir teori mevcut değildir. Ayrıca tek bir menkul kıymetin fiyatı ile riski arasındaki ilişkiyi gerçek anlamda açıklamak zordur. CAPM, literatürdeki söz konusu eksiklikleri gidermek amacıyla ortaya koyulmuştur.

Levišauskait'a (2010) göre CAPM teoreminin temel varsayımlarından ilki piyasada atomisite özelliğinin hâkim olmasıdır. Yani söz konusu piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır ve böylece yatırımcılar piyasayı bireysel olarak etkileyememektedir. Bunun yanı sıra tüm yatırımcılar gelecekle ilgili tahminde bulunurken yalnızca bir sonraki dönemin beklentilerini ele almaktadır. Bir diğer varsayıma göre piyasada risksiz yatırımlar yer almaktadır. Bunlar genellikle devletin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Son varsayıma göre ise piyasada asimetric bilgi söz konusu değildir. Tüm yatırımcılar bilgeye kolaylıkla ulaşabilmektedir.

CAPM teoremi, risk ve getiri kavramları üzerine kurulmuştur. Teori, geliştirdiği endeks sayesinde piyasa ile menkul kıymetlerin değerleri arasındaki ilişkiyi saptamaya çalışmaktadır. Sharpe (1964), tıpkı modern portföy teorisinde olduğu gibi CAPM teoreminde de portföy çeşitlendirmesine büyük önem vermiştir. Fakat riskli menkul kıymet

yatırımlarında sadece riskin bir kısmının bu şekilde azaltılacağını vurgulamıştır. Bunun nedeni olarakta sistematik ve sistematik olmayan riskleri göstermiştir. Sistematik olmayan risklerin işletme tarafından giderilebileceğini vurgulamaktadır.

#### **1.4.5.4. Arbitraj fiyatlama teoremi (APT)**

CAPM modelinin ortaya çıkışı sonrası model birçok uzman tarafından sayısız kez test edilmiştir. Test sonucunda ortaya çıkan problemler modelin yetersiz olduğunu ortaya koymuştur. Bunun sonucunda 1976 yılında Stephen Ross, arbitraj fiyatlama modelini oluşturmuştur (Connor ve Korajczyk, 1993: 1).

Ross'a (1976) göre teoremin kilit noktası piyasa getirisinin bir dizi farklı faktör tarafından belirlenmesidir. Arbitraj aynı varlıklar veya güvenlik için farklı fiyatlandırmalardan yararlanarak risksiz kar kazancı olarak tanımlanmaktadır. Arbitraj yaygın olarak kullanılmakta olan bir yatırım tekniğidir. Ross, APT ile menkul kıymetlerin beklenen getirilerini tahmin etmek amacıyla bir formül oluşturmuştur.

Özetle Teori, CAPM'te olduğu gibi riski, sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak ele almaktadır. Ayrıca risk ve getiri arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu ifade etmektedir. Teoriye göre, portföy çeşitlendirmesi sayesinde işletmenin kendi bünyesinde barındırdığı sistematik olmayan risk azalırken, sistematik risk farklılık göstermemektedir. APT, tüm risk türlerini detaylı bir şekilde analize dahil etmektedir. Bunun sonucunda da risk ve menkul kıymetin kar oranını tespit etmektedir.

#### **1.4.5.5. Etkin piyasa teoremi**

Uzun yıllar ekonomistler, istatistikçiler ve finans uzmanları hisse senedi fiyat davranış modelleri geliştirme ve test etme yoluna gitmişlerdir. Bu araştırmaların sonucunda ortaya çıkan en önemli teori etkin piyasa teoremi olmuştur (Fama, 1965: 3). Etkin piyasa hipotezi 1965 yılında Eugene Fama tarafından *Menkul Kıymet Değerlerinde Rassal Yürüyüş* makaleyle ortaya koyulmuştur (Levišauskait, 2010: 62).

Etkin piyasa hipotezinde yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımı söz konusudur. Teori, menkul değerlerin gelecekte oluşabilecek risklerinin ya da getirilerinin herhangi bir şekilde tahmin edilemeyeceğini vurgulamaktadır. Bunun yanı sıra piyasada asimetric bilgi mevcut değildir. Tüm yatırımcılar istedikleri menkul kıymetle ilgili tüm bilgilere eksiksiz

olarak ulaşabilmektedir. Fiyatlar piyasada rassal olarak oluşmaktadır. Yatırımcının hisse senedi bağlamındaki öngöruları piyasada varolan bilgiler doğrultusunda oluşmaktadır.

Fama'ya (1965) göre piyasada menkul kıymet fiyatlarını belirleyen veriler üç farklı şekilde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi zayıf etkinliktir. En zayıf form olarak ortaya çıkan tahmin yönteminde, yatırımcı menkul kıymetin geçmiş verilerini baz alarak yatırımda bulunmaktadır. Fakat bu yöntem güvenilirlik açısından başarılı değildir. İkinci yöntem, yarı güçlü formadaki etkinliktir. Söz konusu tahmin yöntemine göre yatırımcı, menkul kıymet değeriyle ilgili geçmişten günümüze kadar piyasadaki tüm bilgilere hakimdir. Tüm yatırımcılar için aynı durum geçerli olduğundan dolayı yatırımcıya avantaj sağlayacak tek bilgi menkul değer sahibi tarafından sağlanabilmektedir. Üçüncü ve en son yöntem güçlü etkinliktir. Güçlü etkinliğe göre menkul kıymet bağlamında piyasada tüm veriler mevcuttur. Bunu yanı sıra menkul değere sahip olan işletmelerin de tüm verileri açıktır. Dolayısıyla da menkul değer sahibi, değerinin üzerinde bir gelir elde etmemektedir.

### **1.5. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımları Arasındaki Farklar**

Uluslararası sermaye hareketlerinin büyük bir kısmı doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve uluslararası portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmektedir. Kimi zaman ayırma gitmeden iki tür yatırım da sermaye yatırımı olarak ifade edilse de aralarında önemli farklar mevcuttur.

DYSY ile portföy yatırımları arasındaki en önemli fark yatırımın sağlamış olduğu yönetimde söz sahibi olma hakkıdır. DYSY, gerçekleşme şekli farklılık göstermesinin yanı sıra yatırımcıya minimum %10 söz hakkı tanımaktadır. Yatırımcı, ev sahibi ülkede yatırımda bulunduğu işletmede yönetimde yer almaktadır. Fakat portföy yatırımları, şirket menkul kıymetlerinin %10 değerinin altında gerçekleşmektedir. Bu da yatırımcının yönetimde herhangi bir söz almaması anlamına gelmektedir.

DYSY ve portföy yatırımları arasındaki diğer bir fark ise mülkiyet hakkı kavramıdır. Gerek satın alma gerek ortaklık gerekse farklı şekillerde gerçekleşse de doğrudan yabancı sermaye yatırımcıya mülkiyet hakkı tanımaktadır. Yatırımcı ev sahibi ülkede üretim gerçekleştirerek ülke ekonomiyeye katkı sağlamaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler DYSY'leri kalkınmanın temeli olarak görmektedir. Bu nedenle de yatırımlara yönelik teşvikler sağlamaktadır. Diğer taraftan portföy yatırımları herhangi bir mülkiyet hakkı

tanımamaktadır. Portföy yatırımlarında, yatırımcı, ev sahibi ülkede çeşitli menkul değerlere yatırım yapmakta ve bunun sonucunda faiz, temettü getirisi sağlamaktadır.

Aynı zamanda risk faktörü uluslararası yatırımlar arasındaki diğer bir farklılıktır. DYSY, ülkede üretim yapmak amacıyla yatırımda bulunur. Bu da yüksek maliyetler gerektirmektedir. Üretim sonucunda elde edilecek kazanç yatırımcı tarafından bilinmemektedir. Bu da DYSY'nin daha yüksek risk içerdiğini göstermektedir. Portföy yatırımlarında, yatırımcı dönem sonunda ne miktarda faiz kazancı sağlayacağını önceden bilmektedir. Ayrıca belirlenen sürenin sonunda anapara ve faiz kazancı elde etmektedir.

Lipsey (1999) ve Durham'a (2004) göre DYSY ve portföy yatırımları karşılaştırıldığında portföy yatırımları küresel şoklara karşı daha hassastır. DYSY, üretim odaklı olmaları ve yüksek maliyet gerektirmeleri nedeniyle uzun vadeli yatırımlardır. Ayrıca yapısı gereği yüksek sermaye gerektiren fiziki yapılardır. Ev sahibi ülkede oluşabilecek kriz gibi durumlarda ülkeyi kolaylıkla terk edemezler. Fakat portföy yatırımları ülkede herhangi bir risk ortamı oluştuğu takdirde kolaylıkla ülkeden çıkış yapabilmektedirler. Çıkış yapmaları durumunda ise özellikle gelişmekte olan ülkelere yaşanan risk ortamı krize dönmektedir. Bu nedenle de genellikle kısa vadeli yatırımlar olarak değerlendirilirler (Agarwal, 1997: 218).

DYSY üretim yapma amacıyla ev sahibi ülkede yer aldıklarından, ülkeye farklı üretim tarzları ve üretim teknolojisi getirmektedir. Bunun yanı sıra işletme yeşil alan ve kahverengi alan yatırımları şeklinde kurulduğu takdirde işgücüne ihtiyaç duymaktadır. Buda ev sahibi ülkedeki işsizlik düzeyinin azalmasını sağlamaktadır. Ayrıca yeni kurulmuş olan işletmede faaliyet gösteren işgücü, yeni üretim teknolojisini öğrenmiş olmaktadır. Ev sahibi ülke işletmeleri de farklı teknolojilerde üretime geçmektedir. Böylece ülkenin makro ekonomik göstergelerinde iyileşme yaşanmaktadır. Portföy yatırımlarının büyük çoğunluğu internet aracılığıyla gerçekleşmektedir. Yani ev sahibi ülkeye üretim teknolojisi gibi katkılar sağlamamaktadır. Portföy yatırımlarının en büyük etkisi sermaye ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelere döviz girdisi sağlanmasıdır. Portföy yatırımlarının üretim üzerinde dolaylı yoldan etkisi mevcuttur. Ülkeye giren döviz girdisinin reel sektörde kullanılması durumunda üretim seviyesinde artış ortaya çıkabilmektedir.

DYSY ve portföy yatırımlarının aralarında bir diğer farkta yatırımcıdır. Doğrudan yabancı sermaye büyük çoğunlukla çok uluslu işletmeler tarafından gerçekleştirilmektedir. Portföy yatırımları ise daha bireysel nitelikte ve daha düşük sermayeli yatırımlardır.

Sonuç olarak aralarında büyük farklılıklar olmasının rağmen yabancı sermaye hareketleri ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Bu nedenle özellikle finansman ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketlerine büyük önem vermektedir. Ülkenin hangi yatırım türüne ev sahipliği yapmak istediği, söz konusu ülkenin ihtiyaçları doğrultusunda şekillenmektedir.

## **1.6. Büyüme Teorilerinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Uluslararası Portföy Yatırımları**

Büyüme olgusu ilk çağlardan günümüze kadar ülkeler için büyük önem teşkil etmektedir. Yıllar itibarıyla gerek savaşlar gerekse küreselleşme bağlamında değişen dünya koşulları ekonomik büyüme kavramına verilen önemin artmasına sebep olmuştur.

Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkelerin en büyük amaçlarından birisi hızlı ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Ülkeler bu hedef doğrultusunda kendilerine en uygun olan büyüme politikalarını benimsemektedir. İktisadi büyüme en genel tanımıyla belirli bir süreçte üretilen nihai mal ve hizmet miktarındaki artış olarak ifade edilmektedir. Bu tanıma göre ekonomik büyüme kavramı daha çok ekonominin arz yönünü ele almaktadır. Bu nedenle de gerek teknolojik gelişmeler gerekse üretimde daha organize bir yapının varlığı üretimi artırarak, ekonomik büyümeyi desteklemektedir (Haller, 2012: 66-67; Yılmaz ve Akıncı, 2012: 1-3).

Diğer bir tanıma göre iktisadi büyüme kavramı, bir ülkenin genellikle bir yıl içerisinde üretim kapasitesinde ya da reel GSYH'sinde görülen ve sayısal olarak ölçülüp analiz edilebilen reel artışlar olarak ifade edilmektedir. Büyüme olgusu kişi başına milli gelir şeklinde ele alındığında ise, üretimdeki artışın yanı sıra kişi başına milli gelir oranındaki artış olarakta ele alınabilmektedir. Üretimde ya da kişi başına milli gelirdeki artışın ekonomik büyüme olarak ifade edilebilmesi için söz konusu artışın sürekli nitelikte olması gerekmektedir (Taban, 2016:1).

Sanayi Devrimi, dünya savaşları gibi olaylarla dünyanın siyasi ve ekonomik yapısının değişmesi sonrasında büyüme teorileri de yaşanan süreçlere göre sürekli bir

değişim göstermiştir. Bu değişimin en temel nedeni küreselleşme, teknolojik ilerlemeler ve bunlar sonucunda büyüme teorilerinin ülkelerin ekonomik yapılarını açıklama konusunda yetersiz kalmasıdır.

Klasik iktisadi büyüme teorilerinin literatürde iktisadın temellerini oluşturduğu ifade edilmektedir. Klasik iktisadi büyüme teorisi iş bölümü, uzmanlaşma ve sermaye birikimi temellerine oturtulmuştur. Teoriye göre, sermaye stokundaki artış faaliyet alanlarının genişlemesine böylece verimliliğin artmasına neden olmaktadır. İş bölümündeki uzmanlaşma sonucunda ticaret hacmi genişlemekte ve dış ticaret önemli bir hale gelmektedir. Gerek dış ticaretin gelişmesi gerekse verimlilikteki artış sonrası milli gelirin artması tüketimi ve ülke refahını arttırmaktadır. Klasik büyüme teorisinde teknoloji faktörü de ele alınmıştır. Klasik iktisadın kurucusu olan Adam Smith'e göre iş bölümünde uzmanlaşma teknolojik yeniliklerin ortaya çıkmasına fırsat sunmaktadır. Bu durum üretimde verimlilik artışını sağlayan diğer bir faktördür. Fakat teknoloji, büyüme modellerinde içsel faktör olarak ele alınmamıştır. Sadece uzmanlaşmanın bir sonucu olarak nitelendirilmiştir (Taban, 2016: 53-56).

Genel olarak Klasik büyüme kuramları her ne kadar farklı iktisadi düşünürler tarafından geliştirilse de DYSY ve portföy yatırımları söz konusu kuramlarda yer almamıştır. Bunun en büyük nedeni dönemin iktisatçılarının üretim faktörleri arasında emeğe verdikleri önemdir. Bunun yanı sıra büyüme modellerine teknoloji içsel değişken olarak alınmamıştır. Ayrıca klasik iktisadi yapının varlığını kabul ettiği tam rekabet piyasası varsayımı da, DYSY'nin ve portföy yatırımlarının bu süreçte literatürde yer almamasına neden olmuştur.

Diğer bir büyüme teorisi ise 1929 Krizi sonrası ortaya çıkan Keynesyen büyüme teorisidir. Keynes büyüme teorisinde ülkenin kısa dönemde herhangi bir kriz ya da durgunluk halinden çıkabilmesi için talebin itici güç olduğunu savunmuştur. Bunun yanı sıra işsizlik faktörüne analizlerinde büyük önem vermiştir. Ayrıca yatırım ve tasarruf kavramları Keynes için ekonominin temellerini oluşturmaktadır. Fakat yatırım kavramının bu denli üzerinde durmasına ve önemini sıklıkla vurgulamasına rağmen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını analize dahil etmemiştir. Oysaki 1929 Krizi sonrası işsizlik oranı büyük ölçüde artış göstermiştir. Krizden çıkış noktasında yabancı girişimcilerin söz konusu ülkelere yatırım gerçekleştirmesi ilk olarak istihdamı artırarak talebin artmasını sağlayabilecektir. Fakat Keynes oluşturduğu büyüme modelini ekonominin dışı kapalı

olması varsayımına dayandırmıştır. Dolayısıyla modelde DYSY ve portföy yatırımlarına yer verilmiştir.

Bir diğer büyüme modeli ise II.Dünya Savaşı sonrası Roy F. Harrod (1939) ve Evsey Domar (1946) tarafından Keynes'in büyüme modelinin geliştirilmesi sonucu ortaya koyulmuş olan Harrod-Domar büyüme modelidir. Harrod- Domar büyüme modelinin oluşturulmasının temel amacı sadece kısa dönemi kapsayan Keynes büyüme modelini uzun dönem analizlerine taşımak ve kapsamını genişletmektir (Thong ve Hao, 2019: 11).

Domar (1946)'a göre, ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için yatırımların artması gerekmektedir. Yatırımlardaki artış ise üretim sektöründeki gelir artışı sayesinde gerçekleşmektedir. Dolayısıyla da yatırımların sürekli olarak gerçekleşebilmesi için üretilen çıktının talep görmesi gerekmektedir. Böyle bir durum gerçekleştiğinde arz-talep dengesi ve yatırım-tasarruf dengesi sağlanmış olmaktadır. Bunun yanı sıra emek piyasasında devamlı olarak arz-talep dengesinin sağlanması halinde istihdam, gelir düzeyi üretim kapasitesi gibi makro değişkenler sürekli olarak sabit bir oranda artış gösterecek ve böylece ekonomide sabit bir seyir halinde büyüme sağlanacaktır. Bu durum ideal denge durumunu temsil etmektedir. İdeal denge durumunda piyasada herhangi bir sıkıntı yaşanmazken, dengesizlik durumunda piyasada tedirginlik yaşanarak girişimcilerin davranışları dengesizliği daha da arttırmaktadır. Örneğin girişimcilerin ekonomide herhangi bir dengesiz durum sinyali alması halinde yatırımları kısması sonucunda talep fazlası oluşmaktadır ve ekonomi denge durumundan uzaklaşmaktadır.

Harrod-Domar modeli'nin Klasik ve Keynesyen büyüme modellerinin bir sentezi olarak büyük ilgi görmesinin yanı sıra birçok alandan eleştiri almıştır. Modelin en büyük eksikliklerinden birisi de uluslararası sermaye yatırımlarına ve teknolojik yeniliklere yer verilmemesidir. Sanayi Devrimi sonrası ortaya çıkmaya başlayan ve dünya savaşları sonrası hız kazanan küreselleşmenin getirdiği teknolojik yenilikler ve ülkeler arasındaki sınırların ortadan kalkması anlamına gelen sermaye hareketleri söz konusu yıllarda gerçekleşmektedir. Fakat bunlar büyüme kuramları açısından büyüme analizlerine dahil edilmemişlerdir.

Neo-Klasik büyüme teorileri ise, ülke büyüme modellerinde teknolojinin yer almasını sağlayan teoriler olarak önem kazanmıştır. Fakat teknolojiye verdiği öneme rağmen model teknolojiyi içsel değişken olarak kabul etmemektedir. Solow (1956)'a göre

Üretim fonksiyonu emek ve sermaye olmak üzere üretimde kullanılan iki faktör için ölçeğe göre sabit getirili bir fonksiyondur. Fakat retim faktörlerinden biri, emek ya da sermaye sabit tutulup tek faktör artarsa, fonksiyon ölçeğe göre azalan getirili bir fonksiyon haline gelmektedir. Yani sadece emek faktörünü arttırarak çıktı miktarını arttırmak mümkün değildir. Bu da özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye kıtlığı sorununa güzel bir örnek niteliğindedir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğu emek yoğun ülkelerdir. Bu nedenle de söz konusu ülke ekonomilerinin üretimlerinin artması için doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının önemi büyüktür. lkeler sermaye açıklarını kapatmak ve üretimlerini arttırmak amacıyla DYSY ve portföy yatırımlarına yönelmektedirler. Böylelikle ekonomik büyüme ve kalkınma sağlanmaktadır. Modelin azalan getiri oranlarını baz alması ülkelerin DYSY'lere yönelme davranışlarının nedenlerini açıklayabilmektedir. Fakat son yıllarda gelişmiş ülkeler arasında da DYSY'lerde artış yaşandığı gözlenmektedir. Bunun nedeni ise Solow modeli yardımıyla açıklanamamaktadır.

DYSY, Neo-Klasik büyüme modelinde ülke ekonomisinin sermaye stokuna ek olarak değerlendirilmiştir. Yani DYSY'nin büyüme üzerindeki etkisinin yerli sermaye ile benzer olduğu ifade edilmektedir. Sermayenin azalan getirisi göz önünde bulundurulduğunda, DYSY ev sahibi ülkenin büyüme oranı üzerinde yalnızca geçici bir etki yaratmaktadır. Bu açıdan incelendiğinde yatırımlar yalnızca istikrarlı büyümeye geçiş sağlamak amacıyla uygulanan kısa vadeli büyüme kaynağıdır. Uzun vadede ise ekonomik büyümeye teknolojik ilerleme ile ulaşılmaktadır (Caraman, vd., 2012: 85-86). 1980'li yıllara gelindiğinde Solow Modeli'ndeki eksikliklerin analizi sonucunda büyümenin gerçekleşme şeklini ve büyümeyi etkileyen politikaları açıklamaya yönelik yeni bir büyüme yaklaşımı ortaya çıkmıştır. 1980'lerin sonrasında ortaya çıkan ve içsel büyüme modelleri olarak adlandırılan teorilerin öncülüğünü, Kenneth. J. Arrow (1962), Paul. Romer (1986) ve Robert. Lucas (1988) yapmaktadır (Fine, 2000: 246).

Literatürde çok sayıda içsel büyüme modeli mevcut olmasına rağmen tüm modellerin ortak paydaları, uzun dönem büyüme oranı, ülkeler arasındaki yakınsama ve bazı ülkelerin yakınsamanın dışında kalma nedenlerini ele almalarıdır. Söz konusu modellerin birbirlerine benzemelerine rağmen bazıları teknolojiyi sabit kabul ederken bazıları ise teknolojik gelişimleri değişken olarak kabul etmektedir (Yıldırım, 2011: 86).

İçsel büyüme modellerinde, DYSY'nin rolü önemli ölçüde artış göstermektedir. Teorilere göre, DYSY farklı birkaç kanaldan büyüme üzerinde kalıcı etki yaratabilmektedir.



Bunlardan ilki yabancı yatırımların, ev sahibi ülkede sermaye stokunun artmasını sağlayarak çıktı miktarını pozitif yönde etkilemesi, diğer ise bir kanal ise yabancı ve yerli sermayenin birbirini tamamlayıcı bir unsur oluşturarak üretimin artmasına neden olmasıdır

DYSY, uzun vadeli yatırımlar olarak ele alınmakta ve yeni işlerin ortaya çıkmasını sağlayarak emek faktörünü etkilemektedir. Bu durum azalan getiri sorununa çözüm sağlamaktadır (Hudea, vd., 2012: 86). Büyüme teorileri arasında yabancı yatırımların önemini vurgulayan ilk teori Robert Lucas (1988)'in beşeri sermayeye dayalı büyüme teorisidir. Lucas büyüme teorisinde ülkeler arası etkileşimin ve buna bağlı olarak yabancı yatırımlardaki artışın ülkeye yeni teknoloji getireceğini ve yabancı yatırımlar ile birlikte ülkeye gelen yenilikler sayesinde beşeri sermayenin gelişim göstereceğini vurgulamaktadır.

Araştırma geliştirmeye dayalı içsel büyüme modelleri teknoloji kavramını içsel değişken olarak üretim faktörleri arasında doğrudan ele almaktadır. Ar-ge büyüme modelleri literatürde yenilik temelli modeller ya da Schumpeterian modeller olarak adlandırılmaktadır (Chirwa ve Odhiambo, 2018: 74). Ar-ge'ye dayalı büyüme modelleri Romer modeli, Grossman ve Helpman modeli ve Aghion ve Howitt modeli olmak üzere üç alt grup şeklinde değerlendirilmektedir.

P. Romer'in 1986 yılında yayınlanan *Increasing Returns and Long-Run Growth* adlı makalesi ile birlikte ilk Ar-ge'ye dayalı içsel büyüme modeli oluşturulmuştur. Romer(1986)'e göre teknolojik gelişmeler, bilinçli bir biçimde yürütülen Ar-ge çalışmalarının bir sonucudur. Teorem, işletmelerin Ar-ge çalışmalarına yönelerek yeni teknolojiler sonucunda yeni tasarımlar oluşturmaya yönelmesinin büyümeyi getireceğini savunmaktadır. Teknolojik gelişmeler, hammadde ve ara malların verimliliklerini arttırmakta ve böylece sermaye birikimi sağlanmaktadır. Artan sermaye birikimi ise büyüme oranını yükseltmektedir. Romer modeli Ar-ge bölümü, ara mal sektörü ve nihai mal sektörü olmak üzere üç şekilde ele almaktadır. Bunun yanı sıra modelde dört girdi mevcuttur. Bunlar sermaye malları, emek, beşerî sermaye ve teknolojik düzeydir (Romer, 1990:578).

Romer (1990)'e göre Ar-ge faaliyeti, üretim sürecinde kullanılacak yeni teknik donanımların, makine ve araçların ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Ortaya çıkan yenilikler ekonomide bilgi stokuna katkı sağlayarak, beşerî sermayenin verimliliğini arttırmaktadır. Böylece ekonomik büyüme gerçekleşmektedir. Romer, sermaye hareketlerinin gelişiminin ülkeler açısından yeni teknoloji ve bilgi akışını kolaylaştırarak ülkelerin gelişimine katkı

sağlayacağını savunmaktadır. Bu nedenle özellikle ülkelerin gelişmiş ülkelerle gerçekleştirdikleri sermaye hareketlerini desteklemektedir. Çünkü gelişmiş ülkeler ile yapılan dış ticaret ya da doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde ülkeye yeni teknoloji girişi sağlanmaktadır. Bu teknolojinin ülke içerisinde yayılımının sağlanması sonucu üretimin verimlilik düzeyi ve buna bağlı olarak üretimde düzeyi artış göstermektedir.



## 2. BÖLÜM

### 2. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE PORTFÖY YATIRIMLARININ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Bu bölümde ilk olarak DYSY ve uluslararası portföy yatırımlarının ev sahibi ülke ekonomisine etkileri detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Sonrasında ise analizde yer alan ülkelerin büyüme oranları, işsizlik oranları, enflasyon oranları gibi ekonomik değişkenleri ile DYSY ve uluslararası portföy yatırımları yıllar itibarıyla incelenmiştir.

#### 2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ev Sahibi Ülke Ekonomisine Etkileri

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları; diğer yatırım çeşitlerine göre daha uzun vadeli yatırımlardır. DYSY ile ev sahibi ülkeye giren sermaye, üretimin artmasını sağlamaktadır. Üretimdeki artış ise milli gelir üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Bu nedenle de DYSY özellikle sermaye ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler tarafından önemli ölçüde talep görmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde daha birçok etkisi mevcuttur.

Tablo 2.1. DYSY'nin Ev Sahibi Ülkeye Etkileri

<i>Niceliksel etkiler</i>	<i>Niteliksel etkiler</i>
<ul style="list-style-type: none"><li>• İstihdam düzeyi</li><li>• Ödemeler dengesi</li><li>• Finansal kaynaklar</li><li>• Yurtiçi operasyon gelirleri</li><li>• Yurtiçi vergi ödemeleri</li><li>• Verimlilik artışı</li><li>• Ölçek ekonomileri</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Teknoloji transferi</li><li>• İnsan sermayesi oluşumu</li><li>• Ürün ve süreç yenilikleri</li><li>• Üretim yenilikleri</li><li>• Üretimde yeni teknoloji</li><li>• İstihdam kalitesi</li></ul>

**Kaynak:** Perez ve Nogueira, 2015:15

Tablo 2.1.'de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülke üzerindeki etkileri niceliksel ve niteliksel olmak üzere iki grupta incelenmiştir. DYSY'nin nicel etkileri, giriş yaptığı ülkede yarattığı ölçülebilir, dolaysız etkilerini ifade ederken, niteliksel etkileri ise dolaylı etkilerini kapsamaktadır.

İzleyen bölümde; doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülkede etkileri, ödemeler bilançosundaki etkisi, uluslararası ticaretteki etkisi, istihdam ve ücretlerdeki etkisi, teknoloji transferi ve verimlilikteki etkisi, milli gelir, ekonomik büyüme ve kalkınmadaki

etkisi ve rekabet etkisi detaylı şekilde ele alınmıştır. DYSY'nin ev sahibi ülkede olumlu etkilerinin yanı sıra olumsuz etkileri de açıklanmıştır.

### 2.1.1. Milli Gelir, Ekonomik Büyüme ve Kalkınma Etkisi

Ekonomik büyüme ve kalkınma teorileri, kişi başına reel gelirden meydana gelen artışın ekonomik büyümeyi sağlayacağını ifade etmektedirler. Bu artış ise, sermaye birikimi, nüfus artışı, teknolojik ilerleme ve yeni doğal kaynakların keşfi gibi belirli ana faktörlerle ilişkilendirmektedirler. Teorilere göre, büyüme ve kalkınma açısından en önemli itici güç ise sermaye birikimi olarak gösterilmektedir (Moosa, 2002: 73). Çünkü genellikle gelişmekte olan ülkeler üretim ve büyüme için sermayeye ihtiyaç duymaktadır. DYSY ise, ülkelerin ilk etapta gereksinim duydukları sermaye ihtiyacına karşılık vermektedir.

Kumar ve Pradham'a (2002) göre doğrudan yabancı sermaye yatırımı ülkeye yeni teknoloji girişi sağlamaktadır. Bu da üretimin daha etkin gerçekleşmesine ve üretimde verimlilik artışına neden olmaktadır. İlk etapta sektörel bazda gelişmeye katkıda bulunmakta olan DYSY sonrasında etkisini tüm ülke ekonomisi üzerine yaymaktadır. Söz konusu etki farklı kanallardan ekonomik büyüme üzerinde itici bir faktör olmaktadır.

Yabancı sermaye ile kurulmuş ve faaliyet göstermekte olan işletme kar amacı ile teknolojiyi ve farklı üretim yöntemlerini üretim aşamasına entegre etmektedir. Bunun sonucunda ise ortaya daha profesyonel ürünler çıkmaktadır. Eğer bu ürünlerin ihracat yoluyla dış piyasalara satışı gerçekleştirilirse, bu durumda ülkenin ihracat gelirleri artmaktadır. Bunun sonucunda da milli gelir yükselmektedir. Yükselen milli gelir ülkenin ekonomik anlamda büyümesini ifade etmektedir. Bununla birlikte kişi başına düşen milli gelirin artmasıyla ülkede yaşayan bireylerin gelir durumlarında ve yaşam standartlarında artış gözlenmektedir.

DYSY'nin milli gelirden yarattığı etki dışı açık Keynesyen model yardımıyla açıklanabilmektedir:

$$Y_t = C_t + I_t + G_t + NX \quad (3)$$

Denklem (3)' te  $Y_t$ ; milli geliri,  $C_t$ ; tüketim harcamalarını,  $I_t$ ; yatırım harcamalarını ve  $NX$  ise dış ticaret işlemlerini ifade etmektedir.

$$I_t = I_y + I_f \quad (4)$$

Yatırımlar Denklem (4)'te görüldüğü gibi yerli yatırımlar ( $I_y$ ) ve yabancı yatırımlar ( $I_f$ ) olarak iki kalemden oluşmaktadır. Bu eşitlik Denklem (3)'te yerine yazıldığında;

$$Y_t = C_t + I_y + I_f + G_t + NX \quad (5)$$

DYSY'deki artışın milli gelir üzerinde direkt olarak arttırıcı etki yarattığı sonucuna ulaşılmaktadır.

$$C_t = C_0 + C_g \quad (6)$$

Denklem (6)'da gösterildiği üzere tüketim harcamaları ( $C_t$ ), otonom tüketim harcamaları ( $C_0$ ) ve gelire bağlı tüketim harcamaları ( $C_g$ ) olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır.

Denklem (6)'yı denklem (3)'te yerine koyduğumuzda ulaşılan milli gelir hesabı;

$$Y_t = C_0 + C_g + I_t + G_t + NX \quad (7)$$

Denklem (7) elde edilmektedir. Sonuç olarak DYSY'nin dolaylı olarak tüketimi arttırması sonucu milli gelir de artmaktadır. Milli gelirdeki artış ise ekonomik büyümeyi sağlamaktadır.

Doğrudan yabancı sermayeli işletmeler kullandıkları teknolojik donanımlar sayesinde, ürünlerini daha az maliyetli üretmektedir. Böylece yerli firmalar da rekabet edebilmek amacıyla üretimlerinde yeniliklere yer vererek ürünlerini maliyetini düşürmektedir. Bunun sonucunda tüketici çeşitli mal sepetleri karşısında seçim hakkına sahip olurken, bunları daha ucuza temin edebilmektedir. Bu şekilde tüketici artan geliri sonucunda daha fazla ürün talep edebilmektedir. Denklem (7)'de de görüldüğü gibi tüketimdeki söz konusu artış çarpan etkisi sayesinde milli gelirden artış sağlamaktadır. Bu da uzun dönemli gelir dağılımı üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

DYSY ile o ülkede faaliyet göstermekte olan işletmeler eğer işletme girdilerini ev sahibi ülkeden temin ediyorsa ya da kendisi girdilerini üretiyorsa, işletmenin ülke ekonomisi üzerindeki katkısı daha büyüktür. Eğer işletme girdilerini ithal ederek üretimini gerçekleştirmekte ise GSMH üzerindeki etkisi nispeten daha az olmaktadır. DYSY'nin ülke ekonomisine katkısı matematiksel olarak aşağıdaki şekilde incelenebilmektedir (Karluk, 2013: 760);

$$\text{Katkı} = H - G \quad (8)$$

Denklem (8)'de H, hasılayı, G ise girdiyi ifade etmektedir. Hasıla ile girdi arasındaki fark ise, ev sahibi ülkenin gelirine yapılan net katma değeri ifade etmektedir. Net katma değer, üretim faktörlerine ödenen gider (ücret, maaş, rant, kar) (F) ile yabancı yatırımcının kendi ülkesine transfer ettiği kar miktarının (R) toplamını kapsamaktadır.

$$\text{Katkı} = H - G = F + R \quad (9)$$

Denklem (9) yabancı yatırım tarafından kullanılan ev sahibi üretim faktörlerinin fırsat maliyetlerini değerlendirmemektedir. Çünkü söz konusu faktörlerin yabancı yatırımcı tarafından kullanılmaması durumunda yerli yatırım tarafından kullanılması muhtemeldir. Bu durumda da yine aynı faktörler milli hasılaya katkı sağlamış olacaktır. Fakat yabancı yatırım tarafından ev sahibi üretim faktörlerinin ileri teknoloji ile daha verimli bir şekilde kullanıldığı varsayılırsa, milli hasılaya katkısı artacaktır. Bu nedenle DYSY'nin milli gelir üzerindeki net katkısı hesaplanırken fırsat maliyetlerini de dikkate almak gerekmektedir;

$$\text{Katkı} = (F + R) - N \quad (10)$$

Denklem (10)'da N, yerel üretim faktörlerinin fırsat maliyetini ifade etmektedir. Yukarıdaki denklemde DYSY'nin doğrudan etkilerine yer verilmiştir. DYSY'nin dolaylı etkileri ise aşağıdaki denklemde gösterilmektedir.

$$K = (F + R) - N + L \quad (11)$$

Denklem (11)'de L, net dışsal etkileri temsil etmektedir. Ayrıca DYSY ile kurulan işletmelerin ev sahibi ülkeye en önemli katkılarından bir diğeri vergi gelirleridir. Denkleme vergi gelirlerinin de eklenmesi sonucunda Denklem (12)'ye ulaşılmaktadır;

$$K = (F + R + V) - N + L \quad (12)$$

Yabancı yatırımlı işletmelerin ev sahibi ülkeye maliyeti; üretimde kullandığı teknoloji de dahil olmak üzere yabancı üretim faktörlerine kar, faiz, yönetim ücreti ve patent hakkı olarak ödediği ödemeler ile ülke dışına transfer ettiği ödemelerin toplamından oluşmaktadır.

$$\text{Maliyet} + E$$

E: Yabancı üretim faktörleri ile gerçekleştirilen ödemeler.

DYSY'nin ev sahibi ülkeye net fayda/maliyet denklemi,

$$Net\ fayda/maliyet = \frac{(F+R+V)-N+L}{E} \quad (13)$$

Denklem (13) sonucunda elde edilen oranın 1'den büyük olması; DYSY'nin ülkeye ekonomik katkısının kendi maliyetinden daha fazla olduğu anlamına gelmektedir.

Uzun yıllardır süregelen ve günümüzde de devam eden az gelişmiş ülkelerin temel sorunlarından biri bölgesel kalkınmadır. Bu durum, ülkenin coğrafi bölgeleri arasındaki demografik, sosyal ve ekonomik yapısındaki farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Ülkeler, kalkınmayı sağlamanın bölgesel kalkınma ile olacağını bilmektedir. Bu nedenle de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını özellikle bu bölgelere çekmek için belirli teşvikler uygulamaktadır (Alpar, 1980: 117-118).

Sürdürülebilir kalkınma, sadece ülke nüfusunun servetinin uzun dönemde büyük bir ilerleme kaydetmesi anlamında değildir. Bunun yanı sıra, ülkenin kültürel ve sosyal yapısının da köklü değişiklikler geçirmesi gerekmektedir. Kalkınmanın gerçekleşebilmesi için ülkede çevresel, ekonomik, sosyal ve politik gelişmenin eş güdümlü olarak sağlanması gerekmektedir. Tüm bu kriterler ele alındığında DYSY'nin kalkınma üzerindeki etkisi yadsınamaz düzeyde büyüktür (Bende ve Nabende, 2002: 13).

### 2.1.2. İstihdam ve Ücretlere Etkisi

Ülkelerin sahip olduğu istihdam oranı ve niteliği ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin en önemli göstergesidir. Özellikle üretim aşamasında bilgi ve beceri açısından donanımlı işgücü tüm üretim aşamalarının vazgeçilmez bir faktördür. Üretimde kalifiye elemana yer verilmesi, üretimin verimlilik ve kalitesinde artışa neden olurken, bunun yanı sıra maliyetleri düşürmekte ve işletmenin kar oranı üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Bu durumda ülke ekonomisi de olumlu yönde etkilenmektedir. Diğer açıdan incelendiğinde ise işgücünün nitelikli olması, emeğin daha yüksek gelir elde etmesini sağlamaktadır. Bu doğrultuda bireylerin refah düzeyi büyük ölçüde arttırmaktadır. Böylece tüketim artarak ülke ekonomisi kalkınmaktadır (UNCTAD,1999: 257).

Golejewska'ya (2002) göre DYSY'nin istihdam etkisinin yönü ve büyüklüğü ev sahibi ülkeye ve yatırım yapılan sektöre özgüdür ve genel olarak aşağıdaki faktörlere bağlıdır;

- Ev sahibi ülkenin büyüklüğüne, kalkınma seviyesine ve rekabet koşullarını sürdürme güçlerine bağlıdır.
- İstihdam yaratma, özellikle işgücü yoğun sektörlerde doğrudan yabancı yatırım olması halinde yabancı yatırımın hacminin büyüklüğüne bağlıdır.
- İhracata yönelik ticaret rejimleri benimseyen, düşük maliyetli, işgücü bakımından zengin olan ülkeler, özellikle ihracata yönelik faaliyetleri çekerek istihdam yaratımına teşvik edebilmektedir.
- Yatırımların ülkeye giriş şekli kısa vadede ev sahibi ülkede iş gücü piyasasını belirleyen en önemli faktördür. Yeni bir yatırım yeni istihdam yaratırken, satın alma şeklinde gerçekleşen yatırım herhangi bir istihdam yaratmamaktadır.
- Uluslararası üretim yerli yatırımları tamamlarsa, ev sahibi ülkenin ekonomik büyümesine ve kalkınmasına daha fazla katkı sağlamaktadır. Bunun sonucunda milli gelir artmakta ve istihdam seviyesi yükselmektedir. Ayrıca uzun vadede yerel firmalar rekabete uyum sağlayarak yabancı işletmelerin ülkeye getirmiş olduğu teknolojiyi özümsemektedir.
- Hükümetler genel olarak DYSY girişlerini artıran teşvikler sağlayabilmektedirler. Bunlar, mali teşvikler, sübvansiyonlar ve hibeler şeklinde gerçekleşmektedir. Ayrıca hükümetler özellikle işsizliğin yoğun olduğu belirli bölgelere ya da sektörlerle DYSY çekmeye yönelik uygulamalara başvurumaktadırlar.

DYSY'lerin ev sahibi ülkeye giriş şekilleri de yaratabileceği istihdam etkisi hakkında öngörü sağlamaktadır. DYSY'ler amaçları açısından en genel ifadeyle üç şekilde değerlendirilebilmektedir. Bunlar, doğal kaynağa ulaşım amaçlı yatırımlar, piyasaya giriş amaçlı yatırımlar ve etkinlik amaçlı yatırımlardır. Bu hedeflerin içerisinde özellikle ilk ikisinin istihdam yaratıcı etkisinin daha fazla olması beklenmektedir. Diğer taraftan, özelleştirme yoluyla satın alınma ya da şirket birleşmeleri şeklinde giriş yapan yabancı yatırımların istihdam piyasasına etkisi nötr hatta istihdamı azaltıcı şeklinde olabilmektedir (Karagöz, 2007:102). Çünkü bu tür durumlarda maliyetleri düşürmek isteyen şirket, satın aldığı şirketteki emeğin bir kısmını işten çıkarmaktadır.



Tablo 2.2. Gerçekleşme Şekillerine Göre DYSY'lerin İstihdama Etkileri

DYSY Türleri	İstihdam Etkisi
Portföy Yatırımları	Etkisiz
Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	Orta düzey etkili
Özelleştirme Biçiminde Gerçekleşen DYSY	Etkisiz ya da negatif etkili
Yatay DYSY	Yüksek düzey etkili
Dikey DYSY	Orta düzey etkili
Birleşme ve Satınalma Biçiminde Gerçekleşen DYSY	Etkisiz ya da minimum düzey etki
Yeşilalan Yatırımları	Yüksek düzey etki
Kaynak Arayan DYSY	Yüksek düzey etki
Pazar Arayan DYSY	Orta düzey etki
Etkinlik Arayan DYSY	Yüksek düzey etki

**Kaynak:** Ernst, 2005: 14

Tablo 2.2.'ye göre DYSY türleri içerisinde en fazla istihdam yaratma potansiyeli olan yatırım türlerinin yatay DYSY, yeşilalan yatırımları ve kaynak arayan yatırımlar olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra özelleştirme biçiminde gerçekleşen DYSY'lerin istihdam üzerindeki pozitif etkisi daha sınırlıdır. Diğer yandan maden, petrol gibi kaynaklara ulaşım amacıyla gerçekleştirilen DYSY'ler, kaynakların bulunduğu yerlerde gerçekleştirilmek zorundadır. Bu da genellikle ev sahibi ülkedeki istihdam seviyesini arttırmaktadır.

Yatırımcı işletmeler, üretim maliyetlerini azaltmak amacıyla üretimde kullanılan girdiler bakımından nispeten zengin olan ülkelerde üretimini gerçekleştirmek için dikey DYSY'ler yoluyla yatırıma yönelmektedirler. Bu şekilde gerçekleşen yatırımların istihdam üzerindeki etkisi orta düzeydedir. Özellikle son yıllarda işletmelerin yatırımlarını az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirmesinin temel nedeni emeğin söz konusu ülkelerde daha bol ve ucuz olmasıdır. Emeğe ulaşmak amacıyla gerçekleşen bu yatırımlar ev sahibi ülkede istihdam düzeyini arttırmaktadır. Fakat bir üretim girdisine ulaşmak amacıyla ev sahibi ülkede işletme devralarak gerçekleşen dikey yatırımların istihdam üzerindeki etkisi ise minimum düzeydedir. Bunun nedeni, dikey yatırımların gerçekleşmesinin temel amacının maliyetleri azaltmak olmasıdır.

Tablo 2.3. DYSY'nin İstihdama Doğrudan ve Dolaylı Etkileri

<i>Etki Alanı</i>	<i>Doğrudan Etkiler</i>		<i>Dolaylı Etkiler</i>	
	<i>Olumlu</i>	<i>Olumsuz</i>	<i>Olumlu</i>	<i>Olumsuz</i>
<i>Nicelik</i>	Net sermayeye katkıda bulunur. Genişleyen endüstrilerde istihdam yaratır.	Özellikle satın alma şeklinde gerçekleşen yatırımlar üretim yapısının değişmesi nedeniyle istihdamda azalma meydana gelir.	Çarpan etkisi yoluyla ve üretimde ileri ve geri bağlantılar şeklinde istihdam artışı ortaya çıkar.	Yabancı firmaların piyasaya girmesi ile yerli firmaların üretimi durdurması istihdam azalmasına neden olur. İthalat artışı yerli üretimi azaltarak işsizlikte artış yaşanabilir.
<i>Nitelik</i>	İşgücü daha fazla ücret elde edebilir. Yeni teknolojiyle verimlilik artışı sağlanır.	Kiralama ve tanıtımda istenmeyen uygulamalar getirir.	Yeni üretim teknolojisinin yerli firmalar tarafından benimsenmesi sağlanarak üretim artmaktadır.	Ev sahibi ülkede rekabetin artması sonucu ücret düzeyi azalış gösterebilir.
<i>Konum</i>	Yüksek işsizlik olan ev sahibi ülkelerde yeni iş olanakları doğmaktadır.	Nüfus yoğunluğu olan bölgelerde yapılan yatırımlar yoğunluğu arttırarak bölgesel dengesizlik yaratabilmektedir.	Tedarikçi işletmeleri emek arzının daha uygun olduğu alanlara taşınmaya teşvik eder.	DYSY'lerin yurt içi üretim karşısında güçlü hale gelmesi sonucunda yurtiçi üretimin rekabet gücünü kaybetmesi ve işsizlik ortaya çıkar.

**Kaynak:** UNCTAD, 1994: 167

Tablo 2.3.'te görüldüğü üzere DYSY'nin istihdama etkisi genel olarak doğrudan etkiler ve dolaylı etkiler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan etkiler, yabancı yatırımın ev sahibi ülkede işsizlik oranı ve ücretler üzerindeki etkilerini kapsamaktadır. Dolaylı etkiler ise, yabancı yatırımcının ev sahibi ülkede tedarikçi işletmeler ve yerel işletmeler üzerindeki etkisi gibi faktörleri kapsamaktadır. DYSY istihdam üzerindeki etki alanlarına göre de nicel ve nitel etkiler olmak üzere iki gruba ayrılabilir.

### **2.1.2.1. İstihdama nicel etkileri**

Günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke işletmeleri birçok farklı nedenle DYSY'ye yönelmektedir. Firmaların ev sahibi ülkeye giriş nedenleri ve şekilleri söz konusu ülkedeki istihdam yapısını büyük ölçüde etkilemektedir. Kimi zaman yabancı yatırımcı ev sahibi ülkede faaliyet göstermekte olan bir işletmeyi satın alarak ya da işletmeye ortak olarak yatırımda bulunmaktadır. Bu gibi durumlar istihdam seviyesi üzerinde herhangi bir etki yaratmamaktadır (Pinn vd, 2011: 78-79; Liang, 2007:106). Öte yandan yabancı yatırımcının ülkede iflas etmek üzere olan bir işletmeyi devralması, istihdam seviyesinin korunmasını sağlamaktadır. Bu yönden DYSY'nin istihdam üzerinde pozitif etkisi ortaya çıkmaktadır. Örneğin Vergil ve Ayaş (2009) tarafından gerçekleştirilen çalışma sonucunda Türkiye'ye gelen DYSY'lerin büyük kısmının şirket ortaklığı ve hali hazırda faaliyet gösteren şirketlerin alımı şeklinde gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bu neden de DYSY'lerin ülkede istihdam yapısını negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

DYSY'lerin ev sahibi ülkede üretim yaptıkları süreçte istihdam sağladıkları gözlemlenmektedir. Yabancı yatırımla faaliyette bulunan bu işletmeler üretimde kullandıkları hammadde, ara mal ve girdileri iki şekilde temin etmektedir. Bunlardan ilki ithalat yoluyla ülkeye girişini sağlamaktır. İkincisi ise işletmenin hammadde, ara malları ve girdileri üretim yaptıkları yerel işletmelerden temin etmesidir. Üretimde bu yöntemin kullanılması yerli üretimin artmasını sağlamaktadır. Böylece ev sahibi ülkede yeni işletmeler kurularak, istihdamda önemli ölçüde artış sağlamaktadır. Bu istihdam artışı genellikle dolaylı istihdam artışı olarak ifade edilmektedir (Rolf, 1994:6; Bülbül, 2019: 169-170). Javorcik (2004) gerçekleştirdiği çalışma ile bu görüşü desteklemektedir. Analize göre DYSY'ler genellikle ev sahibi ülkede üretilen ara mallara olan talebi arttırmaktadır. Yerel tedarikçiler ise artan talebi karşılamak amacıyla üretimi arttırmak için istihdamı arttırmaktadır.

Kimi zaman yabancı yatırımcının ev sahibi piyasada üretim yapması istihdam açısından pozitif etki yaratırken, kimi zaman ise negatif etki yaratmaktadır. Yabancı yatırımın ülkeye girişi ile birlikte yeni teknoloji kullanılmaya başlanmaktadır. Özellikle yerli firmaların bu teknolojiye geçiş sağlayamaması durumunda rekabet gücü önemli ölçüde azalış göstermektedir. Bunun sonucunda yerli firmaların bir kısmı piyasadaki çekilmekte ve istihdam ettiği emek oranı azalmaktadır (Knoedler, 2000: 44; Zhao, 1998: 285-286). Bu da DYSY'nin istihdam üzerindeki negatif etkileri arasında yer almaktadır. Eğer DYSY mevcut bir tesisi satın alarak ya da özelleştirmeler vasıtasıyla ülkeye girmiyorsa, istihdam üzerinde niceliksel olarak daha pozitif bir etki yaratmaktadır.

### **2.1.2.2. İstihdama nitel etkileri**

DYSY'nin istihdam üzerindeki nitel etkileri, nicel etkilerine nazaran daha zor ölçülebilen daha uzun sürede ortaya çıkan etkilerdir. Bu etkiler; ücretler, iş güvenliği, beceriler ve iş gücü verimliliğindeki değişiklikleri kapsamaktadır (Golejewska, 2002: 99).

Coe ve Helpman'a (1995) göre DYSY'ler girdikleri ülkeye ileri teknoloji girişi sağlamaktadırlar. Uzun süreçte yabancı yatırımcılar ile ülkeye giren teknoloji donanımlı üretim tekniği, yerel firmaların bazıları tarafından benimsenerek kullanılmaya başlanmaktadır. Bu durumda pozitif etki ortaya çıkmakta ve yerel işletmelerde faaliyet göstermekte olan işgücünün nitelikleri ve dolayısıyla verimlilikleri daha üst seviyelere ulaşmaktadır. Örneğin yabancı yatırımlı işletmelerin Kanada yerel işletmelerindeki işgücünün verimliliği üzerindeki etkisini analiz eden çalışmada yabancı yatırımlı işletmelerin verimlilik düzeyindeki artışın, yerel firmalardaki işgücü verimliliğini önemli ölçüde arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır (Baldwin ve Gu, 2005: 36). Hunya ve Geishecker'in (2005) çalışmalarına göre de, Avrupa'da DYSY ev sahibi ülkelerde niteliksiz iş gücüne nispeten nitelikli iş gücünde daha fazla istihdam yaratmaktadır. Bunun nedeni ise işletmelerin yoğun teknolojik üretimi tercih etmeleri olarak ifade edilebilir.

Yabancı işletmeler, özellikle ileri teknoloji, teknik bilgi gerektiren ve zamanında teslimatın önemli olduğu ihracata yönelik faaliyet alanlarında yatırımda bulduklarında, genellikle çalışanlarına yerel işletmelerden daha fazla ücret ödemektedirler. Golejewska'ya (2002) göre bu durum yerel ve yabancı yatırımlı işletme çalışanları açısından ücret farklılıklarının oluşmasına neden olmaktadır. Javorcik'e (2015) göre DYSY girişleri, yerli firmalara kıyasla firma düzeyinde daha yüksek ücretlere ve bu nedenle de artan verimliliğe

yol açmaktadır. Kimi zaman yerli işletmeler ücretleri, yabancı işletmeler ile uyumlu hale getirirken kimi zaman ise ücret farklılıkları devam etmektedir.

Yabancı yatırımlar ile kurulan işletmeler, yerel firmalara nazaran iş güvenliğine daha fazla önem vermektedir. Bu durum işletmelerin uluslararası piyasalarda yer almasından, büyüklüklerinden, rekabetçi yapılarından ve istikrarlı bir işgücü ihtiyaçlarından kaynaklanmaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcı, eğitime önem vererek işgücünün yeteneklerini geliştirmesini desteklemektedir. Bu amaçla özellikle çok uluslu şirketler, üretimlerinde kullanılan teknolojilerin verimli bir biçimde uygulanmasını sağlamak amacıyla eğitime katılım sağlamaktadırlar. Ayrıca işletmeler, bağlı kuruluşlarındaki eğitime doğrudan yatırım yaparak işgücünün becerilerini geliştirmeye katkıda bulunmaktadır. (Golejewska, 2002: 99). Hükümetin bu alanda yeniliklere yönelmesi yerel firmaların gelişimini ve modernleşmesini sağlamaktadır (De Mello, 1999: 133-134; Lauter ve Rehman, 1999: 35).

Özellikle emek-yoğun olarak üretim yapan ve sermaye kıtlığı yaşanan gelişmekte olan ülkeler DYSY'yi ülkeye çekmek amacıyla hukuki ayrıcalıklar tanıyabilirler. Ülkeler daha fazla yatırım istedikçe kurallarını sürekli olarak esnetebilirler. Yerel işletmelerden daha fazla ayrıcalık tanınması halinde istihdam yabancı yatırımlı işletmelere yönelebilir. Bunun sonucunda yatırım için cazip hale gelen ev sahibi ülkede yer alan işletmelerin istihdam yapısında ve kalitesinde negatif yönlü değişim yaşanabilmektedir.

Yabancı yatırımcıların yatırımı gerçekleştirme amaçları ev sahibi ülkedeki istihdam yapısı üzerinde yarattığı nitel etkileri açısından belirleyici bir unsurdur. Ev sahibi ülke açısından, DYSY'ler ile kurulan işletmelerin işgücü maliyetini azaltma ya da yüksek donanımlı işçilere yer verme şeklinde belirledikleri politikalar büyük önem teşkil etmektedir. Maliyetli azaltmak için gerçekleştirilen DYSY genellikle emek-yoğun sektörlerde daha fazla görülmektedir. Bu tür işletmeler işgücü maliyetlerine karşı hassas davranmaktadırlar. Bunun yanı sıra üretkenlik ve beceri kavramları çok fazla önem taşımamaktadır. Yatırımcı daha düşük iş gücü maliyetleri ve düzenlemelerin yerel avantajlarından faydalanmak amacıyla yabancı yatırıma yönelmektedir. Bu tür işletmeler ev sahibi ülkeye daha iyi uygulamalar getirmek yerine ev sahibi ülkenin negatif koşullarından faydalanmayı amaçlamaktadırlar. Söz konusu yatırımcılar ev sahibi ülkedeki çalışma standartlarının daha iyi koşullara kavuşmasını istememektedirler (Mosley, 2013: 14-15).

### 2.1.3. Ödemeler Bilançosuna Etkisi

Ödemeler bilançosu, bir ülkenin dış piyasalar ile gerçekleştirdiği işlemleri ve ülkenin ekonomik durumunu ifade eden en önemli göstergelerin başında gelmektedir. En genel tanımıyla ödemeler bilançosu, söz konusu ülkenin, diğer ülkeler ile yaptıkları iktisadi işlemleri kayıt altına alan muhasebe belgesi olarak ifade edilmektedir<sup>1</sup>.

DYSY, ev sahibi ülkenin ödemeler bilançosu üzerinde doğrudan ya da dolaylı olarak büyük etki yaratmaktadır. Herhangi bir ülkeye doğrudan yabancı yatırım yapılması halinde ülkeye ilk etapta yabancı sermaye girişi sağlanacaktır. DYSY ile kurulan işletmelerin amacı; hem ev sahibi ülkenin talebini karşılamak hem de dünya pazarında ihracat yaparak faaliyet göstermektir. Dolayısıyla da DYSY yatırımları ülkenin ihracat miktarına katkı sağlamaktadır. Bunun yanı sıra, ülke üretilen ürünün ithalat yoluyla temin etmek yerine kendi ülkesinden temin edebilecektir. Böylece ülkenin ithalatında azalma gerçekleşecektir. Sonuç olarak ödemeler bilançosunda yer alan cari işlemlerin en önemli kalemi olan dış ticaret açığı azalma gösterecektir. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkeler için büyük önem teşkil etmektedir.

Zhang'a (2005) göre, ihracat ekonomik büyümenin motoru olarak görülmektedir. Ev sahibi ülkenin ihracat performansında da DYSY'nin rolü önemlidir. DYSY, ev sahibi ülkede ihracat için gerekli olan yerli sermayeyi arttırmakta, ihracat için gerekli olan teknoloji ile yeni ürün transferini sağlamada kilit rol oynamaktadır. Bunun yanı sıra, ev sahibi ülke işletmelerinin dış pazarlara erişimini kolaylaştırmakta ve ülkedeki işgücü için, teknik ve yönetsel beceriler sunmaktadır. Diğer yandan DYSY faaliyet gösterdiği piyasada tekel oluşturarak, ev sahibi ülkedeki ihracatçı olabilecek işletmelerin büyümesini engelleyebilmektedir. Bu da DYSY'nin cari işlemler üzerinde negatif etkisini göstermektedir. Etkilerin pozitif ya da negatif yönde olması ise ülkenin gelişim düzeyine bağlıdır. Haddad ve Harrion'a (1993) göre de, DYSY ile kurulan işletmeler ile ev sahibi ülke işletmeleri kıyaslandığında yabancı firmaların daha çok ihracata yönelik olduğu kanısına varılmaktadır. Bu da ülkenin ödemeler bilançosu üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

---

<sup>1</sup>Ödemeler bilançosu genel olarak cari hesap, sermaye hesabı, finans hesabı ve net hata noksan olmak üzere dört başlık altında incelenmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri finans hesabının alt kalemlerinden biridir (TCMB, 2019).

Diğer bir açıdan ele alındığında ise, yabancı yatırımcı yatırım gerçekleştirdiği ülkede, üretiminde kullanmak amacıyla teknolojiye gereksinim duymaktadır. Bunun sonucunda da kendi ülkesinden ya da diğer ülkelerden teknolojiyi ithalat yoluyla temin etmektedir. Ayrıca Shatz ve Venables'a (2000) göre DYSY ile faaliyet gösteren bazı firmalar ise dikey üretim gerçekleştirmektedir. Yani üretimin farklı aşamaları farklı ülkelerde gerçekleştirmektedir. Böyle bir durumda ülkeye üretim için çok miktarda yarı mamul girmekte ve ev sahibi ülkenin ithalatı artmaktadır. Böylelikle de ev sahibi ülkeden sermaye çıkışı ortaya çıkmaktadır. Bu da ödemeler bilançosu üzerinde negatif etki yaratmaktadır.

DYSY'nin özellikle az gelişmiş ülkelerin ödemeler bilançosu üzerindeki etkisi aşağıdaki basit modelle açıklanabilmektedir (Alpar, 1980: 95-97);

DYSY'nin başlangıç aşamasında ev sahibi ülkenin ödemeler dengesi üzerinde yaratacağı doğrudan etki ( $B_t$ ) denklem (14)'te formüle edilebilmektedir.

$$B_t = I_t + E_t + S_t - (M_t + R_t + G_t + D_t) \quad (14)$$

I: Yabancı işletmenin ev sahibi ülkeye döviz olarak getirdiği sermaye

E: Yabancı işletmenin ev sahibi ülkede üretip ihraç ettiği ürünlerden elde ettiği döviz

S: Yabancı işletmenin gerçekleştirdiği üretim sonucunda vazgeçilen ithalat

M: Üretim süresince ithal edilen girdiler

R: Yabancı işletmenin ülkesine transfer ettiği karlar

G: Yabancı işçi ücretleri, lisans giderleri, kredi faizleri gibi yabancı üretim faktörlerine ödenen diğer giderler

t: Zaman

n: Yatırımın ömrü

B: Yabancı yatırımın ödemeler dengesi etkisi

D: Yıllık ayrılan amortisman gideri

Eğer işletme herhangi bir ithal ikamesi yaratmıyorsa yani kullanılan girdiler bakımından dışa bağımlı ise,

$E_t=0$  ,  $S_t=0$  ,  $R_t>0$  ve  $M_t>0$  olacaktır ve ev sahibi ülke açısından projenin başlangıç aşamasında olumlu bir etki yaratmamaktadır. Söz konusu durumda (14)'teki formül denklem (15)'teki gibi ifade edilmektedir.

$$B_t = I_t - M_t - R_t - G_t - D_t \quad (15)$$

Eğer işletme, ev sahibi ülkede ithal ikame sağlıyor hatta belirli bir süre sonrasında ihracat pozisyonuna geçiyor ise ödemeler dengesi üzerindeki etkisi denklem (16)'da gösterildiği gibi ifade edilmektedir.

$$B_t = I_t + (E_t + S_t) - (M_t + R_t + G_t + D_t) \quad (16)$$

$t= 1, \dots, n$ , süresince ayrılan amortisman, yatırımın bedelinin tümüne eşit olmaktadır. Döviz şeklinde ev sahibi ülkeye gelen yabancı sermaye  $I_t < D_t$  olacaktır. Formülasyon aşağıdaki denklem (18) olarak ifade edilmektedir.

$$K = D_t - I_t \text{ ise,} \quad (17)$$

$$B_t = (E_t + S_t) - (M_t + R_t + G_t) - K \quad (18)$$

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kapsamında ele alındığında özellikle ödemeler bilançosunda cari açık veren gelişmekte olan ülkeler için DYSY girişlerinin önemi yadsınamaz düzeyde büyüktür. DYSY girişleri ülkedeki üretimi arttırarak ülkenin ithalat bağımlılığını azaltmakta ve ihracatı arttırarak ödemeler bilançosuna katkı sağlamaktadır. Yukarıdan da anlaşılacağı üzere, DYSY'nın uzun dönemde ev sahibi ülkenin ödemeler bilançosu üzerinde pozitif bir etki sağlaması için girdilerin ithalatının kısılması ve ihracata yönelik üretim yapılması gerekmektedir.

#### 2.1.4. Teknoloji Transferi ve Verimliliğe Etkisi

Gelişmiş ülkelerin en temel özelliklerinden birisi, modern teknolojiyi geliştirmek ve uygulamaya koymak amacıyla Ar-ge çalışmalarına önem vermeleridir. Ortaya çıkan yeni teknolojiler ülkelerin gelişme ve büyüme hızını etkileyen önemli bir faktördür. Gelişmiş ülkelerde yer alan çok uluslu şirketlerin, az gelişmiş ülke piyasalarına DYSY yoluyla girmesi sonucunda, ev sahibi ülkeye teknoloji de girmektedir. Uzun yıllardır ekonomistlerin en önemli tartışmalarının başında söz konusu teknolojinin gelişmekte olan ev sahibi ülke üzerindeki etkileri gelmektedir (Alpar, 1980:109).



DYSY ile birlikte ülkeye gelen teknoloji işletmenin üretimini daha verimli hale getirmektedir. Böylece işletmenin maliyetleri düşürerek karlılık oranı artmaktadır. Yerli firmalar DYSY ile kurulan işletmeye uyum amacıyla teknolojiyi üretimlerine entegre ederek üretim maliyetlerini düşürmeyi hedeflemektedir. Yerel işletmeler bunu gerçekleştirmek ve yabancı sermayeli işletme karşısında rekabet edilebilirliğini kazanmak amacıyla Ar-ge faaliyetlerine önem vermektedir (Aitken ve Harrison, 1998: 606-607). Ar-ge faaliyetleri başlangıç aşamasında maliyeti yüksek faaliyetlerdir. Sonrasında ise üretimde profesyonelliği sağlayarak, üretime teknoloji ve yeni yöntemler ekleyerek karlılık oranını arttırmaktadır. Bunu yapamayan yerel işletmeler ise teknolojik donanımlara sahip işletmeler karşısında rekabet gücünü kaybetmektedir.

DYSY'lerde bulunan ÇUŞ'ların tedarikçilerin ürünlerinin kalitesini yükseltmek için teknik yardım, eğitim ve diğer bilgileri sağladığı görülmektedir. Birçok ÇUŞ, yerel tedarikçilere hammadde ve ara mal satın almalarında, üretim tesislerinin modernizasyonunda ya da revizyonunda yardımcı olmaktadır (OECD, 2002: 12). Hatta çoğu zaman DYSY ile kurulan işletmeler ev sahibi ülkedeki tedarikçilerinin üretim kalitelerinden emin olmak için üretim tesislerini, alanında uzman kişiler tarafından kontrol ettirmektedirler. Tedarikçi firmanın üretim koşullarının ya da kalitesinin beğenilmemesi durumunda sözleşmeyi iptal etme hakları doğmaktadır. Bu nedenle de tedarikçi firma üretimi titizlikle gerçekleştirmektedir (Javoncik, 2004: 608). Örneğin, Baldwin ve Gu (2005), ÇUŞ'ların yerel tedarikçilerin verimlilikleri üzerindeki etkilerini saptamak amacıyla Kanada yerel tedarikçilerini ve ABD kaynaklı işletmeleri ele almışlardır. Analiz sonucunda ABD kontrollü yerel tedarikçilerin verimlilik düzeylerinin %60 arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Öte yandan DYSY'nin ev sahibi ülkeye teknoloji transferi sağlamasında, aktarılan teknolojinin yerel sektörlerle olan uygunluğu büyük önem taşımaktadır. Teknoloji transferinin pozitif dışsallık oluşturması için, teknolojinin ev sahibi ülkenin üretim sektörüyle ilgili olması gerekmektedir. Bununla birlikte ev sahibi ülkenin teknolojik seviyesi de önem teşkil etmektedir. Yapılan çalışmalara göre, DYSY'nin üretim üzerinde olumlu bir etki yaratması için yerel işletmeler ile yabancı yatırımcılar arasındaki teknoloji açığının nispeten sınırlı olması gerektiği vurgulamaktadır. Büyük farklılıkların olduğu ya da ev sahibi ülkede varolan teknolojik seviyenin düşük olduğu ülkelerde, ÇUŞ'ların getirdiği yeni teknolojinin yerel işletmeler tarafından benimsenme olasılığı minimum seviyededir (OECD, 2002: 12-13).

Teknoloji transferi sadece üretim enstrümanları şeklinde değerlendirilmemektedir. Bunun yanı sıra DYSY, üretimde kullandıkları emeği de söz konusu teknolojik sürece ve ekipmana entegre etmektedir. Bunu işgücüne verilen çeşitli eğitimler ile sağlamaktadırlar.

DYSY'nin ev sahibi ülke üzerindeki diğer bir etkisi de verimlilik düzeyindeki etkisidir. Verimlilik literatürde birçok farklı şekilde tanımlanmaktadır. Kimi iktisatçılar verimliliği emek başına çıktı miktarı olarak sadece emeğin verimliliğini ele alırken, kimi iktisatçılar ise üretimde kullanılan emek sermaye gibi girdi başına elde edilen çıktı miktarı olarak tanımlamaktadır. Krugman'a (1994) göre verimlilik genel olarak, çıktı hacmi ile girdi hacmi arasındaki oran olarak ifade edilmektedir. Diğer bir deyişle ise, belirli bir çıktı düzeyi üretmek için bir ekonomide emek ve sermaye gibi üretim girdilerinin ne kadar verimli kullanıldığını ölçmektedir.

Bosworth ve Collins'e (2003) göre çok uluslu şirketlerin üretimde ortaya koydukları verimlilik düzeyi, genellikle yerli firmaların yarattığı verimlilikten daha fazladır. Bunun nedeni ise söz konusu şirketlerin sermaye yoğun bir sistemle ve teknolojiye büyük önem vererek üretim yapmasıdır. Özellikle emek yoğun olarak üretim yapmakta olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını talep etmesinin en büyük nedeni; yabancı işletmenin ev sahibi ülkedeki üretim ve verimlilik düzeyinin artışına katkı sağlama beklentisidir. Bununla birlikte yerel işletmeler de üretimde aynı yöntemi benimsemekte ve verimlilik yerel bazda artış göstermektedir (Arıkan, 2006: 43). Özellikle şirketlerarası birleşmeler ve satın almalar şeklinde gerçekleşen DYSY söz konusu işletmenin üretimde kullandığı kaynaklarının daha etkin kullanılmasını sağlayarak verimliliği arttırmaktadır. Bunun sonucunda da işletmenin performansı artış göstermektedir.

Son yıllarda DYSY'nın verimlilik üzerindeki etkisi doğrudan etkiler ve taşma etkisi olmak üzere iki şekilde karşımıza çıkmaktadır. DYSY'nın üretim gerçekleştirerek doğrudan verimlilik artışı sağlanmasına doğrudan etkiler denilmektedir. DYSY'nın aynı sektördeki ya da diğer sektördeki işletmeleri pozitif yönde etkileyerek verimlilik artışı sağlanmasına ise taşma etkisi (Spillover effect) denilmektedir (Schoors, 2002: 2). Taşma etkisi; yatay taşma etkisi ve dikey taşma etkisi olarak iki grupta incelenmektedir. Yatay taşma etkisi; yabancı sermaye ile kurulan bir işletmenin, aynı sektördeki ev sahibi ülke firmasını etkilemesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Yatay taşma, yabancı yatırımla kurulan işletmeler tarafından eğitilen işçilerin mobilitesi ve teknoloji taklidi şeklinde gerçekleşmektedir (Merlevede ve Schoors,2007: 3). Dikey taşmalar ise DYSY'lerin kullandıkları ve ürettikleri teknolojilerin

kendi alıcılarına ve onlara ara mal sunan diğer işletmelere taşması anlamına gelmektedir (Özgür, 2014: 87). En genel ifadeyle yatay taşmalar, DYSY'nin aynı sektörü etkilemesi, dikey taşmalar ise farklı sektörleri etkilemesi olarak tanımlanmaktadır (Yuliani vd., 2019: 288).

Smarzynska (2004), Deng vd. (2012) ve Sönmez ve Pamukçu (2011), DYSY'nin faaliyet gösterdikleri ülkelerde verimlilik düzeylerine katkı sağladığını vurgulamışlardır. İlk olarak ilgili sektörün verimliliğinde artış yaşanmakta sonrasında ise bu etki tüm ekonomiye yayılmaktadır. Papaionannou (2004) analizinde ise özellikle gelişmekte olan ülkelerde DYSY'nin yerel işletmelerin verimliliklerine katkısının gelişmiş ülkelere göre daha fazla olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Genel olarak DYSY'nin ev sahibi ülke ekonomisinin verimlilik düzeyi üzerinde olumlu etkileri mevcuttur. Özellikle DYSY yolu ile ülkeye giriş yapan yeni üretim tarzının yerel işletmeler tarafından benimsenmesi sonucunda ülkenin üretim tarzı gelişim gösterebilmektedir. Bu bağlamda yatırım gerçekleşen ülkedeki yerli işletmeler yeni teknolojiye ne kadar kısa sürede uyum sağlarsa verimlilik seviyeleri o kadar hızlı artış sağlayabilmektedir. Eğer ülke geleneksel üretim tarzını benimsemiş ve yeni üretim tarzlarına kapalı ise yabancı yatırım yoluyla kurulan işletmenin üretim kapasitesi karşısında rekabet edilemez konuma gelmesine neden olabilir. Fakat ülke geleneksel üretim tarzından uzak yeni teknolojilere açık bir üretim anlayışına sahipse, yerel işletmelerindeki üretim hacmi genişleyerek verimlilik düzeyleri artış gösterebilir.

### **2.1.5. Rekabete Etkisi**

DYSY, yerel yatırımlar üzerinde iki şekilde etki sağlamaktadır. Bunlardan ilki dışlama (Crowding-out) etkisidir. Dışlama etkisi yabancı yatırımların gerçekleştirdikleri üretim karşısında yerli yatırımların rekabet gücünü kaybederek piyasadan çekilmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Bu durum yabancı sermayeli işletmenin ev sahibi ülkede monopolistik özelliklere sahip olmasına neden olmaktadır. Diğer bir etki ise çekici (crowding-in) etkidir. Bu da yerel işletmelerin yabancı sermayeli işletmeye uyum sağlayarak daha verimli üretimde bulunması ve uluslararası piyasalarda rekabet gücü kazanması şeklinde gerçekleşmektedir (De Mello, 1999: 133-151). Örneğin Borensztein vd. (1998) tarafından 69 gelişmekte olan ülke ekonomisini kapsayarak gerçekleştirilen çalışma sonrası DYSY'lerdeki %1'lik artışın ev sahibi ülkedeki yerel yatırımları % 0,5 ile %1.3

düzeyinde arttırdığı sonucuna varılmıştır. Apergis vd.'nin (2006) 30 ülkeyi ele alarak yaptıkları çalışmaya göre ise yabancı yatırımların, yerel yatırımlar üzerinde dışlayıcı etki yarattığı saptanmıştır. Agosin ve Machado (2005) tarafından Asya, Afrika ve Latin Amerika ülkelerin kapsayan bir diğer analizde ise DYSY'nin Asya ve Afrika'da çekici etki ortaya çıkardığı, Latin Amerika'da ise dışlayıcı etki yarattığı tespit edilmiştir.

Doğrudan yabancı sermaye ile ev sahibi ülke piyasasına gelen yeni teknik bilgi, donanım ve teknoloji üretimin kalitesini ve çeşitliliğini arttırmaktadır (Caves, 1974: 176-177). Yerli firmalar, yabancı sermayeli işletmeler ile rekabet edebilmek için gerek yönetim faaliyetlerinde gerekse pazarlama faaliyetlerinde yani üretimin her alanında sürekli olarak yenilik yaratmak durumundadırlar (Blomström ve Kokko, 1997: 7). Bunun için üretimlerine teknolojiyi entegre etmek zorundadırlar. Böylece hem firmaların ürün kalitesi artmakta hem de tüketici ürün çeşitliliğine sahip olmaktadır. Ayrıca yerli firmaların rekabet edebilmek amacıyla üretimlerinde yeni teknolojilere yer vermesi, onlara uluslararası piyasalarda da faaliyet gösterme şansı yaratmaktadır.

Özellikle yabancı sermayeli işletmelerin ürettikleri ürüne tamamlayıcı ürün üreten yerel firmalar çekici etki yaşarken, ikame mal üreten firmaların ise sağlam bir ekonomik yapıya sahip değilse ve teknolojiyi özümseyememiş ise itici etki yaşamaları muhtemeldir (Açıklın, 2009: 2, De Mello,1999: 133-151). Örneğin Driffield ve Hughes (2003) İngiltere'yi ele alarak gerçekleştirdiği analizde DYSY'nin yerel yatırımlar ile tamamlayıcı nitelikte olduğu ve bu nedenle de yerli yatırımlarda çekici etki yarattığı sonucuna varmışlardır. Öte yandan Lin ve Chuang'a (2007) göre ise DYSY, ev sahibi ülkede küçük işletmelerde dışlama etkisi yaratırken, büyük işletmelerde ise çekici etki yaratmaktadır.

Wang ve Blomström'e (1992) göre, DYSY ile yerel piyasada yer alan ÇUŞ'lar rekabet üstünlüğü sağlamak ve yerel piyasada yerini sağlamlaştırmak amacıyla, ana işletmeden teknoloji transferi sağlamaktadır. Zamanla bu teknolojinin ev sahibi ülke işletmeleri tarafından kullanılmaya başlanmasıyla, yabancı işletme tekrar ülkeye teknoloji girişini arttıracaktır. Sonuç olarak rekabetin ölçüsü ve yerel işletmelerin gelen teknolojiyi benimseme düzeyi ile birlikte sürekli bir yeni teknoloji girişi sağlanacak ve yabancı yatırımın dışsal faydası maksimum düzeye ulaşacaktır.

Diğer yandan ise Saurav'a (2020) göre, DYSY'nin varlığı ev sahibi ülkede aynı sektörde faaliyet gösteren işletmeler üzerinde rekabet baskısını arttırmaktadır. Rekabet

baskısı yerel işletmeleri hem olumlu hem de olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Yerel işletmeler, DYSY ile kurulan işletmeler ile rekabet edebilmek ve pazar payını koruyabilmek amacıyla gelişmiş üretim tekniklerine yatırım yapabilmektedirler. Olumsuz olarak ise daha gelişmiş teknolojiye sahip ÇUŞ'lar karşısında yerel işletmeler, rekabet gücünü kaybederek üretim ölçeğini küçülebilmektedir. Bu nedenle de Blomström ve Sjöholm'e (1998) göre yabancı yatırıma ev sahipliği yapan bazı ülkeler özellikle yeni teknoloji girişinden en fazla düzeyde faydalanabilmek ve rekabeti azaltabilmek amacıyla özellikle ortak girişim şeklinde doğrudan yabancı yatırımı kabul etmektedir.

### **2.1.6. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Olumsuz Etkileri**

Doğrudan yabancı sermayenin ev sahibi ülke açısından birçok olumlu etkisinin olmasının yanı sıra olumsuz etkileri de mevcuttur. Yabancı bir işletme yatırımında bulunmak istediği herhangi bir ülkede yatırım gerçekleştirmesi halinde o ülkede söz sahibi konumuna gelmektedir. Özellikle özelleştirme şeklinde devlet işletmelerinin yabancı işletmelere devri olarak gerçekleşen yatırımlarda; devletin söz konusu işletmelerin yönetiminde herhangi bir etkisi kalmamaktadır. Böylece yatırımcı ev sahibi ülkede söz hakkına sahip olmaktadır.

DYSY kimi zaman ev sahibi ülkenin cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Örneğin, Cecen ve Xiao'e (2014) göre, artan sermaye girişi ev sahibi ülkede yerel paranın değerlenmesine neden olmaktadır. Bu da ithalatı ucuzlatmakta ve ihracatı daha pahalı hale getirmektedir. Söz konusu durum, ithalatın artmasına ve mal ve hizmet ihracatının azalması sonucunu doğurmaktadır. Ancak bu etki uzun vadede ortadan kalkmaktadır. Öte yandan, Jansen (1995) ve Yalta'a (2011) göre ise, yabancı yatırımcının üretim sonrası elde ettikleri karları kendi ülkelerine transfer etmesiyle ev sahibi ülkeden döviz çıkışı meydana gelmektedir. Böylece ev sahibi ülkenin cari hesap dengeleri kötüleşmektedir.

Woodward'a (2003) göre, yabancı sermayeli işletme tarafından ithal ekipmanların satın alınması ev sahibi ülkenin ithalat oranını arttırmaktadır. Yabancı yatırımlı işletmenin üretimde artış sağlamasıyla hammadde ihtiyacı artmakta ve hammadde fiyatları yükselmektedir; bu da ev sahibi ülkede yer alan diğer işletmelerin maliyetlerini yükselterek kar oranlarını düşürmektedir. Özellikle küresel pazarda yeni yer almaya başlamış gelişmekte olan ülke işletmeleri bu durumdan zarar görmektedir.

Emek yoğun gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcı, kimi zaman üretimde kullanacağı teknolojiye hâkim olan nitelikli işgücüne ihtiyaç duyulabilmektedir. Bu gibi durumlarda ev sahibi ülkedeki işgücünü eğitmek yerine ana ülkeden işgücü temin etme yolunu seçebilmektedir. Böylece ev sahibi ülkede işsizlik oranında artış yaşanabilmektedir.

Yabancı işletmenin üründe uzmanlaşması sonucunda, ürünü daha az maliyetle üretmesi ve piyasaya daha ucuza sunması yerli firmaların piyasadan dışlanarak, yabancı sermayeli işletmelerin tekel gücüne kavuşmasını sağlayabilmektedir. Bunun sonucunda da uzun vadede ürünün fiyatı artarak tüketicinin zarara uğraması söz konusu olmaktadır. Mencinger'e (2008) göre eğer DYSY sonucunda işletmede istihdam edilen işgücünün ücretlerinde bir düşüş söz konusu olursa bu durum ülkenin alım gücünü, dolayısıyla büyüme ve kalkınmasını olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye, ev sahibi ülkede özellikle gelişimini tamamlamamış olan kırsal alanlarda işletme kurma yoluyla gerçekleştiği takdirde tarımda çalışan bölge nüfusunun sanayi sektörüne aktarılmasına neden olabilmekte bunun sonucunda da tarım sektöründe gerileme gerçekleşebilmektedir. Diğer açıdan ele alındığında ise, yabancı sermayeli işletmelerin büyük ve gelişmiş yerleşim yerlerinde kurulması köyden kente göçe neden olarak tarımsal üretimin gerilemesine neden olabilmektedir.

DYSY'nin finansal, politik ve sosyal etkilerinin yanı sıra çevresel etkileri de söz konusudur. Çok uluslu şirketlerin DYSY'de bulunmak için özellikle az gelişmiş ülkeleri seçmelerinin bir nedeni de söz konusu ülkelerin çevre kirliliği kapsamındaki kanunlarının yeteri kadar sıkı olmamasıdır. Böylelikle üretim yapılan işletmede çevresel önlem kapsamında bir uygulama yapılmayarak maliyetler yükselmemektedir (Moosa, 2002: 93).

Ev sahibi ülkedeki fabrikaların çoğalması çevre kirliliğine neden olmaktadır. Bunun en önemli örneği Çin'dir. Son yıllarda başta Amerika olmak üzere gelişmiş ülkeler ucuz faktör fiyatları ve ucuz emek gibi nedenlerden dolayı Çin'de üretimini gerçekleştirmektedir. Bu da ülkede çevre kirliliğinin artmasına neden olmaktadır. Mike ve Kardaşlar (2018) DYSY'nin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yarattığı çevresel etkileri ortaya koymak için yaptıkları analizde gelişmiş ülkelerde DYSY'nin çevre kirliliği üzerinde herhangi bir etkisine rastlanmamış diğer yandan gelişmekte olan ülkelerde DYSY'nin çevre kirliliğini arttırdığı yönünde bulgular elde edilmiştir. Bunun nedeni gelişmiş ülkelerde çevresel kaliteye daha fazla önem verildiği, fakat gelişmekte olan ülkelerde sermayeye olan ihtiyaç

nedeniyle yabancı yatırımı teşvik için çevresel faktörlerin göz ardı edildiği şeklinde düşünülebilir.

Her ülkenin sahip olduğu iklim, çevresel koşullar ve bunun gibi birçok faktör nedeniyle farklı kültürel yapıları mevcuttur. Doğrudan yabancı yatırım ev sahibi ülkeye sermayenin yanı sıra kendi kültürünü de getirmektedir. Bu da ülkedeki kültürel değişikliğe neden olmaktadır. Ayrıca söz konusu işletmenin gerek kültürel farklılıkları gerekse üretim tarzının farklılığı nedeniyle ortaya çıkan ürünün değişik niteliklere sahip olması tüketici tercihlerinin farklılaşmasına neden olmaktadır. Tüketici yerli üretimden ziyade değişik niteliklere sahip ürünleri tercih edebilmektedir. Böylece yerli üretim mallarına talep azalabilmektedir.

Görüldüğü gibi DYSY'lerin birçok olumlu etkisinin yanında ev sahibi ülkelerde neden olduğu olumsuz etkileri de söz konusudur. Ülkeler bu bölümde değinilen olumsuz etkileri ne kadar sınırlayıp, olumlu etkilerinden ne kadar faydalanabilirlerse, bu süreçten kazanç sağlanacaktır.

## **2.2. Uluslararası Portföy Yatırımlarının Ev Sahibi Ülkeye Etkileri**

Finansal serbestleşme kavramının popüler olmasında önceki dönemlerde, gelişmekte olan ülkelerde tasarruf yatırım eşitliğinin sağlanamaması durumunda ülke, finansal kurumlar aracılığıyla veya hükümetlerarası borçlanmalar şeklinde finansman sağlamaktaydı. Fakat borçların geri ödenmesi sürecinde bazı aksaklıkların yaşanması, ülkede borç krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Borçların geri ödenememesi durumunda ülke dış piyasalardan borç bulma konusunda sorun yaşamaktaydı. 1990'larda finansal serbestleşme sonrasında ise portföy yatırımları tasarruf yatırım eşitliğini sağlamada dış borca göre daha aktif rol oynamaya başlamıştır (Aksaraylı ve Tuncay, 2009: 107).

Portföy yatırımları şeklinde ülkeye giren yabancı sermayenin artması ev sahibi ülke ekonomisine duyulan güvenin bir göstergesi niteliğindedir. Bu nedenle de bazı iktisatçılara göre sermaye ihtiyacı olan ülkelerin ilk olarak yüksek faiz oranı uygulamaları ve küresel pazarda güven sağlamaları zorunlu hale gelmektedir (Sugözü ve Yaşar, 2020: 199).

Devlet bütçesi, devletin yapmış olduğu kamu harcamaları ile başta vergi gelirleri olmak üzere kamu gelirlerinin eşitliğinden oluşmaktadır. Hükümetler devlet bütçesini denkleştiremediğinde, örneğin bütçe açığının olması halinde bu açıkları kapatmak amacıyla

tahvil ve bono gibi değerli kağıtlar ihraç ederek bütçeyi denkleştirmektedir (Öktem Uyduranoğlu ve Karacal, 2007:3-18). Bu bağlamda portföy yatırımcıları söz konusu yatırım araçlarını alarak ülkeye belli bir faiz oranı karşılığında yatırımda bulunmaktadır. Devletin söz konusu geliri verimli alanlarda kullanması halinde portföy yatırımları ülke ekonomisi üzerinde pozitif etki sağlamaktadır. Fakat borçların verimli kullanılmaması durumunda ülke ekonomisi anapara ve faizin geri ödeme sürecinde daha büyük bir bütçe açığı ile karşı karşıya gelmektedir.

Portföy yatırımlarının olumlu etkilerinin yanı sıra gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde iki belirgin olumsuz özelliği mevcuttur. Bunlardan ilki iktisadi politika bağımsızlığının kısıtlanması, diğeri ise ev sahibi ülke ekonomisinin finansal dalgalanmalara açık hale gelerek kırılganlığının artmasıdır. İktisadi politika bağımsızlığı, ülkelerin kendi ekonomik göstergeleri bağlamında merkez bankalarının belirlediği araçlarla bağımsız bir şekilde müdahalesi anlamına gelmektedir. Portföy yatırımlarına odaklanan ülkeler bu bağımsızlıklarını yitirmektedir. Çünkü portföy yatırımlarını çekmek için yabancı yatırımcıların güvenini sağlamaya çalışmaktadırlar. Bu nedenle de portföy yatırımlarına yönelik iktisadi politikalar uygulamaktadırlar. Yabancı yatırımcılar, portföy yatırımlarında bulunacakları ülkelerin, ülke riski ve kur riskine önem vermektedirler. Dolayısıyla da özellikle gelişmekte olan ülkeler daraltıcı para politikası uygulamayı tercih etmektedir (Esen, 1998: 62).

Portföy yatırımlarının diğeri bir olumsuz etkisi ile finansal kırılganlığa neden olmasıdır. Ev sahibi ekonomide herhangi bir tedirginlik ve kriz anında, söz konusu yatırımlar ülkeden kolaylıkla çıkış yapmaktadırlar. Portföy yatırımlarının ülkeden çıkışı yapması sonucunda ise kriz daha da derinlik kazanmaktadır. Bu etki kısa süreli portföy yatırımların ülke ekonomisi üzerindeki en yıkıcı etkisidir. Bunun yanı sıra uzun vadeli portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen yatırımlar ise ülkedeki döviz miktarını arttırmakta ve borç finansmanında kullanılabilen miktardan ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.

Portföy yatırımları, reel sektör için sermaye ihtiyacını karşılamaktadır. Bunun yanı sıra ödemeler bilançosunun önemli gelir kalemleri arasında yer almaktadır. Özellikle yüksek cari açığa sahip ülkeler, portföy yatırımlarını ülkeye çekmek amacıyla başta yüksek faiz olmak üzere bir dizi düzenleme gerçekleştirmektedir. Söz konusu ülkelere portföy yatırımlarının girişi ilk zamanlarda cari işlemler açığının kapanmasında önemli rol



oyunmaktadır. Fakat herhangi bir durumda yatırımın faizi ile birlikte ana ülkeye dönüşü cari açığı ilk duruma göre daha yüksek oranda arttırmaktadır.

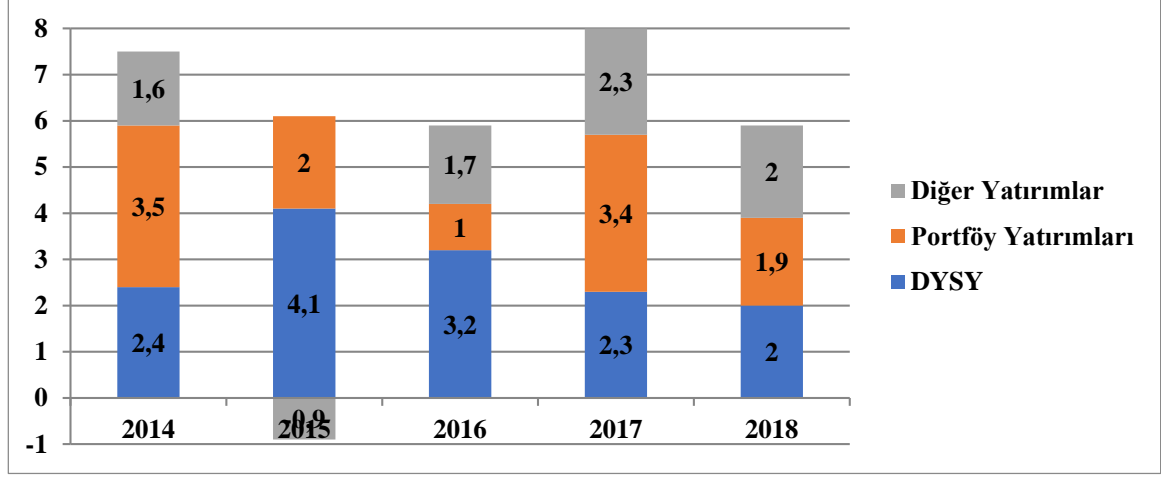
Özellikle sermaye ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımıyla döviz girişi sağlanmış olmaktadır. Ülkeye döviz girişinin olması, yerel paranın değer kazanmasını sağlamaktadır. Ülke parasında aşırı değerlenme gerçekleştiğinde ülkenin ihracat oranında azalma gerçekleşmektedir. Bu da ödemeler bilançosuna negatif olarak yansımaktadır.

DYSY, uluslararası finans kuruluşlarından borçlanma ya da uzun vadeli banka kredileri gibi yabancı sermaye girişlerinin aksine portföy yatırımlarının en önemli özelliği ev sahibi ülkedeki potansiyel akışı tersine çevirme riski yaratmasıdır. Böyle bir durum genellikle portföy yatırımlarının ev sahibi ülkeyi terk etme durumunda gerçekleşmektedir. Ülkede potansiyel ekonomik akışın tersine dönme riski, daha büyük bir döviz kuru oynaklığına, daha yüksek faiz oranı değişkenliğine neden olmaktadır. Bu da başta ödemeler dengesi olmak üzere birçok açıdan negatif etki yaratmaktadır (Agarwal, 1997: 218).

### **2.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik DYSY ve Uluslararası Portföy Yatırımları**

Dünyada farklı gelişmişlik düzeylerine sahip ülkeler bulunmaktadır. Ülkelerin gelişmişlik düzeylerini belirleyen birçok faktör söz konusudur. Bunların başında büyüme oranları, işsizlik oranları, enflasyon oranları, üretim şekilleri, sosyo-kültürel özellikleri ve kalkınma seviyeleri gelmektedir. En genel ifade ile ülkeler gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınmalarını sağlamada önemli rol oynayan yabancı sermaye girişleri, özellikle son yıllarda gelişmiş ülkeler tarafından da talep görmektedir. Yabancı sermaye yatırımları; DYSY, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak ayrı ayrı incelenebilmektedir. Ülkeler farklı ekonomik, siyasi ve demografik özelliklere sahip olmaları nedeniyle farklı türlerde yabancı sermaye yatırımlarına ev sahipliği yapmaktadırlar.

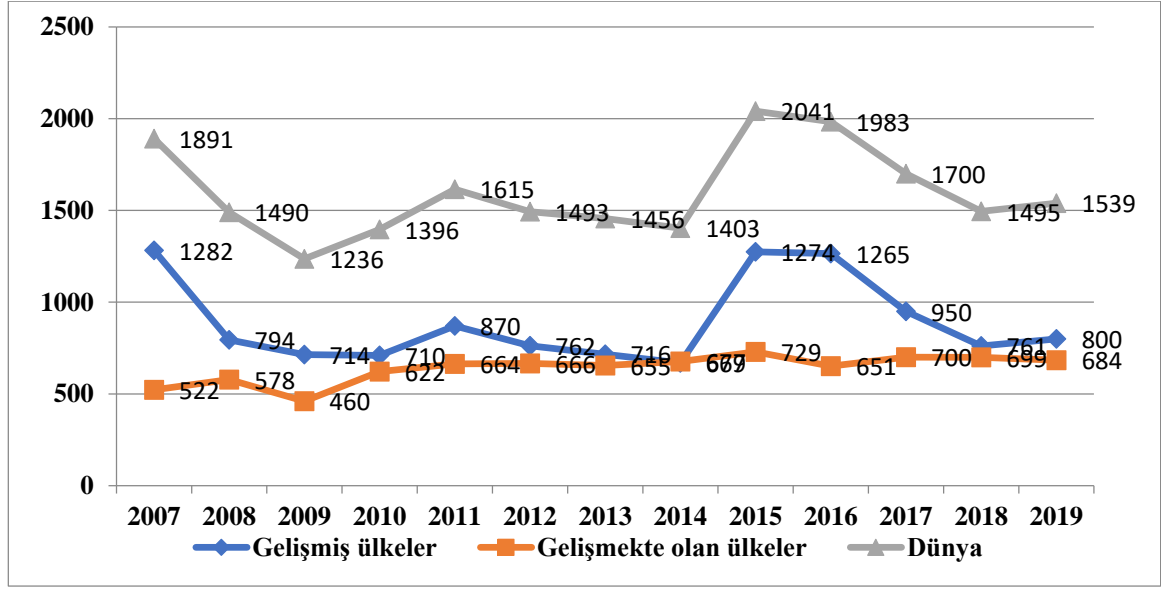


**Kaynak:** UNCTAD, 2019: 11

**Grafik 2.1. 2014-2018 Yılları Arası Dünya Ekonomisinde Sermaye Yatırımı Türlerinin Dağılımı (GSYİH Oranı)**

Grafik 2.1’de, 2014-2018 yılları arası gerçekleşen sermaye yatırım türlerinin oransal dağılımına yer verilmiştir. 2014 yılında küresel çapta gerçekleşen yatırımlar GSYİH’nin %7.5’i oranındadır. Yabancı sermaye yatırımları türleri içerisinde %3.5 oranıyla en yüksek payı portföy yatırımları almıştır. Portföy yatırımlarının ardından ise %2,4 oranıyla DYSY gelmektedir. Yabancı sermaye akımları 2017 yılında GSYİH’nin %6.9’una ulaşmıştır. Bunun temel nedeni, küresel finans ve likidite ortamında yaşanan iyileşmeler ve daha kısa vadeli ekonomik büyüme beklentileri olarak ifade edilebilir. Bunun yanı sıra küresel ticarete yaşanan artışta, yabancı sermaye akımlarının artmasında büyük rol oynamıştır.

2018 yılında ise bir önceki yıla göre en fazla düşüş portföy yatırımlarında oluşmuştur. Bunun temel nedeni portföy yatırımlarının, diğer yatırım türlerine göre piyasa performanslarına, faiz oranına ve para birimlerine daha duyarlı olmasıdır. Ayrıca portföy yatırımları jeopolitik ve siyasi risklere karşı daha hassastır. DYSY ise herhangi bir olumsuzlukta ülkeyi terk etme açısından portföy yatırımlarına göre daha az esneklerdir.



**Kaynak:** UNCTAD (2020) verileri kullanılarak tarafımızca düzenlenmiştir.

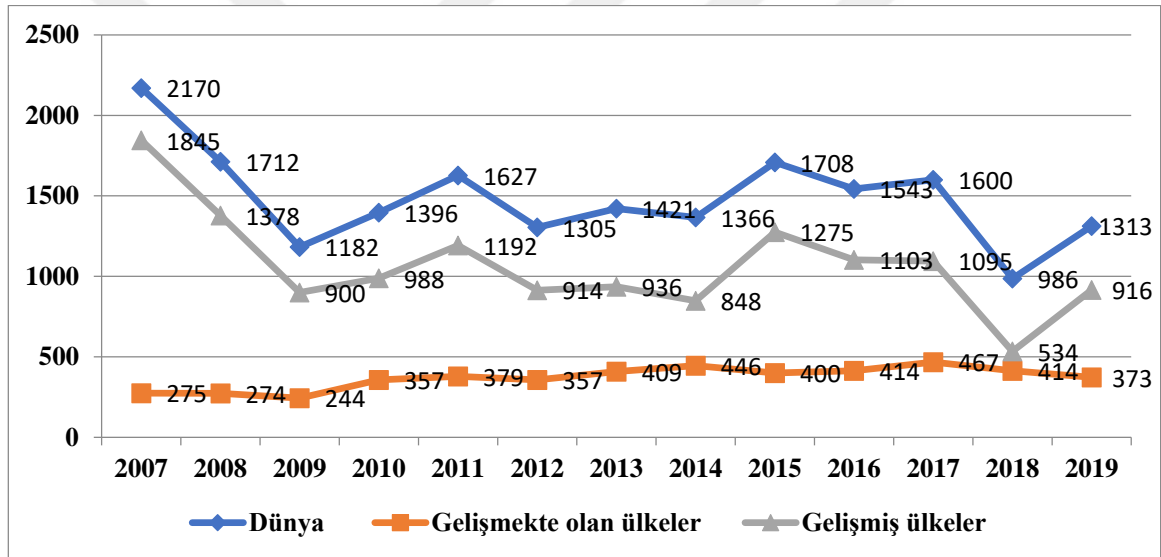
Grafik 2.2. 2007-2019 Yılları Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ükelere DYSY Girişleri (Milyar Dolar)

Grafik 2.2’de, özellikle 2008 Krizi’nin hem küresel bağlamda hem de gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki negatif etkileri açık bir şekilde görülmektedir. 2008 Krizinin etkisiyle 2007 yılında dünyada 1.891 milyar dolar olarak gerçekleşen DYSY girişleri 2009 yılında önemli derecede azalış göstererek 1.236 milyar dolara gerilemiştir. Gelişmiş ülkelere DYSY girişleri ise 2009 yılında 714 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu düşüşün nedeni olarak; yabancı yatırımcıların azalan kar oranları ve düşük yeniden yatırım kazançları gösterilmektedir. Krizin dünya çapında etki göstermesi ihracat ve ithalat oranlarının düşmesine ve üretimde azalmaya neden olmuştur. Yabancı yatırımlarla kurulmuş olan işletmelerin kar oranlarının düşmesi de gerçekleşmesi muhtemel olan yeni yatırımları engellemiştir. 2008 Krizi’nin gelişmiş ülkeler üzerinde ortaya çıkardığı negatif etki gelişmekte olan ülkeler üzerinde de görülmüştür. 2008 yılında 578 milyar dolar DYSY’ye ev sahipliği yapan gelişmekte olan ülke ekonomilerine 2009 yılında 460 milyar dolar DYSY girişi gerçekleşmiştir.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine DYSY girişleri 2012 yılında 666 milyar dolar seviyesinde gerçekleşerek, kriz öncesi DYSY rakamının üzerine çıkmıştır. Gelişmiş ülkelere DYSY girişleri ise 2007 yılında gerçekleşen yatırımın üçte biri yani 762 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında özellikle gelişmiş ülkeler arasında yer alan Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Belçika ve Almanya’da DYSY akımları bağlamında keskin azalışlar yaşanmıştır. UNCTAD (2013)’e göre 2012 yılında DYSY girişlerindeki bu azalmanın nedeni olarak, ülkelerin makroekonomik kırılganlık düzeyleri, Avrupa bölgesindeki siyasi

sorunlar, ABD ekonomisinde krizin etkilerinin devam etmesi, hükümet değişimi ve bu nedenle yaşanan siyasi sorunlar olarak gösterilmektedir.

Diğer yandan, UNCTAD (2019) ve UNCTAD (2020) raporlarına göre 2019 yılında gelişmiş ülkeler içinde en fazla DYSY girişi olan ülke ABD'dir. Ayrıca 2019 yılındaki artışın önemli bir kısmı da Avrupa ülkelerine yönelik gerçekleşen yatırımlardan kaynaklanmaktadır. ABD'nin ardından ikinci sırada 141 milyar dolar yatırım gerçekleşen Çin gelmektedir. Üçüncü sırada ise Singapur bir önceki yıla göre 2019 yılında artış sağlayarak 92 milyar dolar yatırım çekmektedir. Hollanda, 2018 yılına göre 2019 yılında DYSY girişlerinde önemli ölçüde azalış yaşayarak, 84 milyar dolar yatırım çekmiş dünya sıralamasında dördüncü sırada yer almıştır. Hollanda'yı DYSY çekmede sırasıyla, İrlanda, Brezilya, Hong Kong, İngiltere, Hindistan ve Kanada takip etmiştir.



**Kaynak:** UNCTAD, 2020: 16

Grafik 2.3. 2007-2019 Yılları Arası DYSY Çıkışları (Milyar Dolar)

Grafik 2.3.'de görüldüğü gibi, 2008 Krizi sonrası özellikle gelişmiş ülkelere önemli ölçüde sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2008 yılında gelişmiş ülkelerin DYSY çıkışları bir önceki yıla göre azalarak 1.378 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. 2009 yılında ise DYSY çıkışları %43 azalarak 900 milyar dolara gerilemiştir. UNCTAD (2010)'a göre, DYSY çıkışlarındaki azalışın en önemli nedeni ABD'nin, AB ülkelerindeki bazı büyük işletmeleri elden çıkarması olarak gösterilmektedir.

UNCTAD (2020) raporlarına 2019 yılında dünya ülkeleri arasında DYSY çıkışının en fazla olduğu ülke 227 milyar dolarlık DYSY çıkışıyla Japonya'dır. İkinci sırada ise bir

önceki yıla göre büyük bir artış göstererek 125 milyar dolar yatırım çıkışı gerçekleştiren ABD yer almaktadır. Dünya sıralamasına göre üçüncü sırada 125 milyar dolarla Hollanda gelirken, dördüncü sırada ise 117 milyar dolar ile Çin gelmektedir. Çin'in ardından sırasıyla, Almanya'dan 99 milyar dolarlık, Kanada'dan 77 milyar dolarlık, Hong Kong'tan 59 milyar dolarlık, Fransa'dan 39 milyar dolarlık, Kore'den 36 milyar dolarlık ve Singapur'dan 33 milyar dolar yatırım çıkışı söz konusu olmuştur.

Yatırım türlerine göre ele alındığında ise, UNCTAD (2019) raporlarına göre 2018 yılında bir önceki yıla oranla yeşil alan yatırımları ile birleşme ve satınalma şeklinde gerçekleşen yatırımlar artış göstermektedir. Özellikle yeşil alan yatırımları 2018 yılında bir önceki yıla göre artarak 982 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Genel olarak 2018 yılında yaşanan bu artışın nedeni, özellikle kimya endüstrisinde ve hizmetler sektöründeki anlaşmaların boyutunun büyüklüğünden kaynaklanmaktadır. 2018 yılında yeşil alan yatırımları çoğunlukla maden çıkarma, işletme endüstrilerinde ve inşaat sektörlerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu sektörlerde yapılan en büyük yatırım, Shell, Petronas, PetroChina, Mitsubishi Corp ve Korea Gas'ın ortak girişimi olan Shell Canada'nın Kanada'da 30 milyar değerindeki doğalgaz ihracat tesisi inşa etmesi şeklinde gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise birleşme veya satın alma şeklinde gerçekleşen yabancı yatırımlar ile yeşil alan yatırımlarında düşüş gözlemlenmektedir.

## 2.4. Gelişmiş Ülkeler

Gelişmiş ülkeler<sup>2</sup> en genel ifadeyle sanayileşmiş ülkeler olarak tanımlanmaktadır. Gelişmiş ülkelerin birçok farklı özelliği mevcuttur. Bunların başında, sermaye yoğun üretim gerçekleştirmeleri, istikrarlı büyüme oranlarına sahip olmaları, yoğun teknoloji kullanımları, düşük işsizlik ve enflasyon oranı ve kişi başına düşen milli gelirin yüksek olması gelmektedir.

Aşağıdaki bölümde, analizde yer alan gelişmiş ülkelerin ekonomik göstergeleri belirlenen yıllar arası değişimi, nedenleri ile birlikte incelenmektedir. Sonrasında ise ülkelerin DYSY ve uluslararası portföy yatırımı girişlerine yer verilmektedir. İncelemeye konu olan gelişmiş ülkeler Amerika, Almanya, Avustralya, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, Kanada, Kore, Norveç ve Portekiz'dir.

---

<sup>2</sup> Gelişmiş ülkeler Dünya Bankası'nın belirlemiş olduğu kriterlere göre seçilmiştir. Dünya Bankası tanımına göre, kişi başına GSYH'si 12.696 dolar ya da daha fazla olan ülkeler gelişmiş ülke olarak kabul edilmektedir.

## 2.4.1. Gelişmiş Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri

Bu bölümde gelişmiş ülkelerin ekonomik değişimlerini göstermek amacıyla büyüme oranları, işsizlik oranları, enflasyon oranları, DYSY girişleri ve uluslararası portföy yatırımları gibi temel ekonomik göstergelerine yer verilmiştir.

Tablo 2.4. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerin Büyüme Oranları (%)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Amerika	1,9	-0,1	-2,5	2,6	1,6	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,3
Almanya	3,0	1,0	-5,7	4,2	3,9	0,4	0,4	2,2	1,7	2,2	2,5	1,5	0,6
Avustralya	3,8	3,7	1,9	2,1	2,5	3,9	2,6	2,5	2,2	2,8	2,4	2,9	1,9
Finlandiya	5,3	0,8	-8,1	3,2	2,5	-1,4	-0,9	-0,4	2,8	2,7	3,1	1,6	1
Fransa	2,4	0,3	-2,9	1,9	2,2	0,3	0,6	1,0	2,7	1,1	2,3	1,8	1,5
Hollanda	3,8	2,2	-3,7	1,3	1,6	-1,0	-0,1	1,4	1,1	2,2	2,9	2,6	1,8
İngiltere	2,4	-0,3	-4,2	1,9	1,5	1,5	2,1	2,6	2,0	1,9	1,9	1,3	1,4
İspanya	3,6	0,9	-3,8	0,2	-0,8	-3,0	-1,4	1,4	3,8	3,0	2,9	2,4	2
İsveç	3,4	-0,5	-4,3	6,0	3,2	-0,6	1,2	2,7	4,5	2,1	2,6	2	1,2
İsviçre	4,1	2,2	-2,2	3,0	1,7	1,0	1,9	2,4	1,3	1,7	1,8	2,8	0,9
İtalya	1,5	-1,0	-5,3	1,7	0,7	-3,0	-1,8	0,0	0,8	1,3	1,7	0,8	0,3
Kanada	6,9	1,0	-2,9	3,1	3,1	1,8	2,3	2,9	0,7	1,0	3,2	2	1,7
Kore	5,8	3,0	0,8	6,8	3,7	2,4	3,2	3,2	2,8	2,9	3,2	2,7	2
Norveç	3,0	0,5	-1,7	0,7	1,0	2,7	1,0	2,0	2,0	1,1	2,3	1,3	1,2
Portekiz	2,5	0,3	-3,1	1,7	-1,7	-4,1	-0,9	0,8	1,8	2,0	3,5	2,6	2,2

**Kaynak:** Dünya Bankası (2020)

Tablo 2.4.'te 2007-2019 yılları arası analizde kullanılacak olan gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarına yer verilmiştir. Tablo incelendiğinde, 2008 Küresel Krizi'nin büyüme açısından tüm gelişmiş ülkeleri olumsuz etkilediği görülmektedir. Bu bağlamda 2008 Krizi, 1929 Krizi'nden sonra dünya üzerinde görülen ikinci büyük kriz olarak nitelendirilebilir.

Küresel Kriz, ilk olarak 2007 yılında ABD ekonomisinde ortaya çıkmaya başlamıştır. Bununla birlikte ABD Ekonomisi 2008 yılında bir önceki yıla göre %0,1 oranında küçülme yaşamıştır. Krizin dünya ekonomilerini derinden etkilediği yıl olan 2009'da ise ABD Ekonomisi, %2,5 oranında küçülmüştür. Fakat 2008 Krizi sonrası ABD tarafından uygulamaya koyulan ekonomik tedbirler kapsamında 2010 yılı ve sonrasında ekonomi büyümede toparlanma söz konusu olmuştur. Analize konu olan diğer bir gelişmiş ülke ise Almanya'dır. Almanya 2008 yılında %0,1 oranında büyümenin ardından 2009 yılında %5,7 oranında küçülme yaşamıştır. 2009 yılı sonrası Almanya ekonomisi tekrar %4,2 oranında büyüme gerçekleştirerek kriz sonrası toparlanma yaşamıştır. Ülkenin büyüme oranı sonraki yıllarda ise dalgalı bir seyir izlemiştir.

Fransa, Avrupa'nın ekonomik açıdan en güçlü ülkeleri arasında yer almaktadır. Yıllar itibarıyla dengeli bir büyüme sürdüren ülke tıpkı diğer ülkeler gibi 2008 Krizi'nden etkilenmiştir. 2009 yılında Fransa Ekonomisi, %2,9 oranında küçülme sonrası 2010 yılında %1,9 oranında büyümeye geçmiştir. Uzun yıllardır düşük büyüme hızına sahip olan ülke, özellikle 2012 yılında %0,3 oranında büyüme yaşamıştır. Öte yandan analiz kapsamında ele alınan bir diğer ülke olan İngiltere ekonomisinde ise 2007 yılında %2,4 oranında büyüme yaşanırken, 2008 yılında %0,3, krizin yayıldığı 2009 yılında ise %4,2 düzeyinde küçülme gerçekleşmiştir. 2010-2019 yılları arası büyüme oranı ise pozitif yönde gerçekleşmiştir.

Finlandiya'nın büyüme rakamları incelendiğinde ülkede 2009 yılında %8,1 oranında bir küçülme yaşandığı görülmektedir. Fakat 2010 yılında bu rakam yerini %3,2 oranında büyümeye bırakmıştır. Ülke ekonomisi 2012, 2013, 2014 yılında sırasıyla, %1,4, %0,9 ve %0,4 oranında küçülme yaşayarak resesyona girmiştir. Bunun nedenleri; ülkenin yapısal ve konjonktürel şoklara aynı anda maruz kalması ve dış talepte ortaya çıkan daralma olarak gösterilmektedir. 2015 yılında ülke ekonomisi resesyondan çıkmıştır ve ülkede %2,8 oranında büyüme gerçekleşmiştir. 2015-2019 yılları arası ülkede ortalama %2 civarında büyüme gerçekleşmiştir.

2008 Küresel Finansal Krizi'nden etkilenen diğer bir ülke ise İspanya'dır. 2007 yılında %3,6 oranında büyüme yaşanan İspanya'da 2008 yılında %0,9 büyüme, 2009 yılında ise %4,2 düzeyinde küçülme yaşanmıştır. Ülke ekonomisi kriz sonrası kısa sürede eski büyüme rakamlarına ulaşamamıştır. 2010 yılında %0,2 büyüme yaşanırken, 2011, 2012, 2013 yıllarında küçülme yaşanarak ülke resesyona girmiştir. Alınan ekonomik tedbirler sonrasında ülke resesyondan çıkmış büyüme oranında artış sağlanmıştır. 2013 yılı sonrası ise ülkede yaklaşık %2.6 oranında büyüme yaşanmıştır.

İncelemeye konu olan bir diğer gelişmiş ülke ise İtalya'dır. İtalya 2007 yılında %1,5 oranında büyüme gösterirken, 2008 yılında %1,0 ve 2009 yılında %5,3 küçülme yaşamıştır. Sonrasında ise 2010 yılında %1,7 oranında büyümesine rağmen 2012 ve 2013 yılında sırasıyla %3,0 ve %1,8 oranında küçülme yaşamıştır. Özellikle ABD'de Mortgage Krizi olarak ortaya çıkan Küresel Kriz İtalya ekonomisinde Euro Borç Krizi şeklinde devam etmiştir. Bu da ülke büyüme rakamlarını negatif yönde etkilemiştir. Kore ise analize konu olan ülkeler arasında 2009 yılında küçülmeye gitmeyen tek ülkedir. Büyüme oranında düşüş yaşanmasına rağmen ülke ekonomisi kısa sürede toparlanmıştır. 2009 yılında %0,8 oranında

büyüme yaşayan ekonomide, 2010 yılında ise % 6,8 oranında büyüme gerçekleşmiştir. 2017 yılına kadar ise ortalama %3 oranında büyüme gerçekleşmiştir.

Portekiz, 2008 Krizi sonrası, 2009 yılında %3,1 düzeyinde küçülme yaşamıştır. 2009 yılında %1,7 oranında büyüme yaşamasına rağmen 2011, 2012 ve 2013 yılında ardı ardına üç yıl küçülme yaşayarak resesyona girmiştir. Bu durum Avrupa Borç Krizi'nin etkilerinden de kaynaklanmaktadır. 2008 yılında ortaya çıkan Kriz Avrupa da borç krizi şeklinde devam etmiştir. Biriken kamu ve özel borçların finansmanında yaşanan zorluk krizin temel kaynağıdır. Portekiz söz konusu krizden en çok etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. Ülkenin büyüme oranları 2014 yılı itibarıyla pozitif dönmüş fakat istikrarlı bir yükseliş sağlanamamıştır.

Tablo 2.5. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerin İşsizlik Oranları (%)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Amerika	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9	3,7
Almanya	8,7	7,5	7,7	7,0	5,8	5,4	5,2	5,0	4,6	4,1	3,7	3,4	3
Avusturalya	4,4	4,2	5,6	5,2	5,1	5,2	5,7	6,1	6,1	5,7	5,6	5,3	5,3
Finlandiya	6,9	6,4	8,2	8,4	7,8	7,7	8,2	8,7	9,4	8,8	8,6	7,4	6,6
Fransa	7,7	7,1	8,7	8,9	9,4	9,9	10,3	10,4	10,4	10,1	9,4	9,1	8,4
Hollanda	4,2	3,7	4,3	5,0	5,0	5,8	7,2	7,4	6,9	6,0	4,8	3,8	3,2
İngiltere	5,3	5,6	7,5	7,8	8,0	7,9	7,5	6,1	5,3	4,8	4,3	4	3,9
İspanya	8,2	11,3	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1	24,4	22,1	19,6	17,2	15,3	14
İsveç	6,2	6,2	8,4	8,6	7,8	8,0	8,1	8,0	7,4	7,0	6,7	6,3	6,5
İsviçre	3,7	3,3	4,1	4,8	4,4	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9	4,8	4,7	4,6
İtalya	6,1	6,7	7,7	8,4	8,4	10,7	12,1	12,7	11,9	11,7	11,2	10,6	9,9
Kanada	6,0	6,1	8,3	8,1	7,5	7,3	7,1	6,9	6,9	7,0	6,3	5,8	5,6
Kore	3,2	3,2	3,6	3,7	3,4	3,2	3,1	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	4,1
Norveç	2,5	2,5	3,1	3,5	3,2	3,1	3,4	3,5	4,3	4,7	4,2	3,8	3,3
Portekiz	8,0	7,6	9,4	10,8	12,7	15,5	16,2	13,9	12,4	11,1	8,9	7	6,3

**Kaynak:** Dünya Bankası (2020)

Tablo 2.5.'te analize konu olan gelişmiş ülkelerin 2007-2019 yılları arası işsizlik oranlarına yer verilmiştir. 2007 yılında ABD'nin %4,6 düzeyinde gerçekleşen işsizlik oranı 2008 yılında krizin ortaya çıkmasıyla birlikte artış göstermeye başlamıştır. Krizin tüm dünya ülkelerine yayıldığı 2009 yılında ise ülkenin işsizlik oranı %9,3 düzeyine ulaşmıştır. 2018 yılında ABD'nin işsizlik oranı Kriz öncesi gerçekleşen işsizlik oranının altına inerek %3,9 düzeyinde belirlenmiştir.

Almanya ve Avusturalya işsizlik açısından Küresel Kriz'den en az düzeyde etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. Bu ülkeler krizin işsizlik üzerindeki etkilerini kısa sürede bertaraf ederek kriz öncesi dönemden daha düşük işsizlik oranlarına sahip olmuşlardır.



Almanya ve Avusturalya'nın aksine Fransa ise işsizlik oranı bakımından krizden en fazla etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. 2007 yılında ülkede gerçekleşen işsizlik oranı %7,7 iken 2010 yılında %8,9 olarak gerçekleşmiştir. Kriz sonrası özellikle otomotiv sektöründe ve inşaat sektöründe işsizlik oranlarında önemli düzeyde artış yaşanmıştır. 2019 yılına gelindiğinde ise ülkenin işsizlik oranı %8,4 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Analize konu olan bir diğer ülke ise İspanya'dır. İspanya'nın işsizlik oranları ele alındığında, ülkenin 2008 Krizi'nden en fazla düzeyde etkilenen ülkeler arasında yer aldığı görülmektedir. 2007 yılında gerçekleşen işsizlik oranı %8,2 düzeyinde iken ilerleyen yıllarda işsizlik oranı iki haneli rakamlara yükselmiştir. 2010 yılında %19,9 olan oran 2013 yılında maksimum seviyeye ulaşarak %26,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. İspanya'da yaşanan Borç Krizi nedeniyle artan işsizlik oranları 2019 yılında %14,0 seviyesine gerilemiştir. Fakat ülke işsizlik oranları kapsamında incelenen gelişmiş ülkeler arasında 2018 ve 2019 yıllarında da en fazla işsizlik oranına sahip ülke konumundadır. İspanya'da işsizliğin artışının en önemli nedenleri inşaat, tarım ve sanayi sektöründeki daralma olarak ifade edilebilmektedir. İspanya'nın yanı sıra İtalyan ekonomisinde de işsizlik oranı kriz öncesi dönem olan 2007 yılında %6,1 düzeyinde gerçekleşirken yıllar itibarıyla artış göstermiştir. 2009 yılında %7,7 olarak belirlenen oran 2014 yılında maksimum seviyeye ulaşarak %12,7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı şekilde Portekiz'in 2007 yılında %8,0 düzeyinde gerçekleşen işsizlik oranı 2009 yılı sonrası sürekli artarak iki haneli rakamlara ulaşmıştır.

Tablo 2.6. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelerde Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) (%)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Amerika	2,9	3,8	-0,4	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8
Almanya	2,3	2,6	0,3	1,1	2,1	2,0	1,5	0,9	0,5	0,5	1,5	1,7	1,4
Avusturalya	2,3	4,4	1,8	2,9	3,3	1,8	2,4	2,5	1,5	1,3	1,9	1,9	1,6
Finlandiya	2,5	4,1	0,0	1,2	3,4	2,8	1,5	1,0	-0,2	0,4	0,8	1,1	1
Fransa	1,5	2,8	0,1	1,5	2,1	2,0	0,9	0,5	0,0	0,2	1,0	1,9	1,1
Hollanda	1,6	2,5	1,2	1,3	2,3	2,5	2,5	1,0	0,6	0,3	1,4	1,7	2,6
İngiltere	2,4	3,5	2,0	2,5	3,9	2,6	2,3	1,5	0,4	1,0	2,6	2,3	1,7
İspanya	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0	1,7	0,7
İsveç	2,2	3,4	-0,5	1,2	3,0	0,9	0,0	-0,2	0,0	1,0	1,8	2	1,8
İsviçre	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	-0,4	0,5	0,9	0,4
İtalya	1,8	3,3	0,8	1,5	2,8	3,0	1,2	0,2	0,0	-0,1	1,2	1,1	0,6
Kanada	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	1,5	0,9	1,9	1,1	1,4	1,6	2,3	1,9
Kore	2,5	4,7	2,8	2,9	4,0	2,2	1,3	1,3	0,7	1,0	1,9	1,5	0,4
Norveç	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	0,7	2,1	2,0	2,2	3,6	1,9	2,8	2,2
Portekiz	2,5	2,6	-0,8	1,4	3,7	2,8	0,3	-0,3	0,5	0,6	1,4	1	0,3

**Kaynak:** Dünya Bankası (2020)

Tablo 2.6.'da 2007-2019 yılları arası analize konu olan gelişmiş ülkelere ait tüketici fiyat endeksi bazında enflasyon oranlarına yer verilmiştir. Kriz büyük çoğunlukla tüketimde yaşanan daralma nedeniyle, ülke ekonomilerinin tüketici fiyat endekslerinde aşağı yönlü bir hareket yaratmıştır. 2007 yılında ABD tüketici fiyat endeksi %2,9 oranında gerçekleşirken, bu oranda 2009 yılında sert bir düşüş yaşanarak ülkede %0,4 oranında deflasyon ortaya çıkmıştır. Bunun en büyük nedenlerinden biri para arzındaki azalma diğeri ise tüketim ve yatırım harcamalarının azalması olarak bilinmektedir. ABD ekonomisinde kriz sonrası yaşanan deflasyonist baskı alınan önlemler kapsamında önlenmiştir. Bunun sonucunda 2010-2019 yılları arası tüketici fiyat endeksi %1,5 civarında gerçekleşmiştir. Almanya'nın tüketici fiyat endeksi 2007 yılında %2,3 iken, 2009 yılında ise %0,3 olmuştur. Bu oran 2011 yılında %2,1, 2019 yılında ise %1,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Almanya'nın enflasyon oranında yaşanan düşüşün benzeri diğeri ülkelerde de yaşanmıştır.

Örneğin İspanya, İsveç, İsviçre ve Portekiz'de 2008 Krizi sonrası 2009 yılında deflasyon yaşayan ülkeler arasında yer almaktadır. İspanya'nın 2014-2016 yılları arası, İsviçre'nin ise 2012, 2013, 2015 ve 2016 yıllarında enflasyon oranlarında aşağı yönlü hareket gerçekleşmiştir. Bu durum; söz konusu ülkelerde tüketim ve yatırım harcamalarındaki azalıştan kaynaklanmaktadır. Analizde ele alınan bir diğeri ülke olan Kanada'nın 2007 yılında enflasyon oranı %2,1 olarak belirlenirken, 2009 yılında %0,3 düzeyine inmiştir. Sonraki yıllarda ise ülkede gerçekleşen enflasyon oranı ortalama %1.5 düzeyindedir. Norveç'in tüketici fiyat endeksi 2007 yılında %0,7, 2009 yılında ise %2,2 oranında gerçekleşmiştir. Ayrıca ülke de 2019 yılına kadar ise %2 civarında bir enflasyon yaşanmıştır.

#### **2.4.2. Gelişmiş Ülkelere Yönelik DYSY Girişleri**

DYSY girişleri, özellikle son yıllarda, ülkelerin ekonomik büyümesinin yapı taşı haline gelmiştir. Günümüzde DYSY'nin tüm dünya ülkeleri açısından önemi yadsınamaz düzeydedir. Yabancı sermaye yatırımları ekonomik büyümeye katkı sağlamasının yanı sıra ülkelerin üretim kalitelerini arttırarak ihracat düzeylerinin yükselmesini ve büyük çoğunlukla ithalat düzeylerinin azalmasını sağlamaktadır.

Tablo 2.7. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelere Yönelik DYSY Girişleri

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Amerika	215	306	143	198	229	199	201	201	467	471	277	253	246
Almanya	80	8	23	65	67	28	12	-3	30	15	60	73	36
Avusturalya	41	46	31	36	58	59	56	58	29	48	45	68	36
Finlandiya	12	-1	0.718	7	2	4	-0.10	18	2	8	2	-2	8
Fransa	63	37	30	13	31	16	34	2	45	23	24	38	33
Hollanda	114	-6	38	-7	24	25	51	45	178	30	60	114	84
İngiltere	176	92	89	58	42	55	51	24	39	258	101	65	59
İspanya	64	76	10	39	28	25	28	22	8	31	38	45	12
İsveç	28	36	10	97	12	16	3	4	8	19	14	3	20
İsviçre	33	16	29	29	26	29	1	9	75	88	107	-53	-21
İtalya	43	-10	20	9	34	93	24	23	19	28	24	32	26
Kanada	116	61	22	28	39	43	69	59	43	36	26	43	50
Kore	8	11	9	9	9	9	12	9	4	12	17	12	10
Norveç	7	10	16	17	15	18	4	7	-1	-4	-2	2	4
Portekiz	2	3	1	2	7	8	8	4	7	5	7	6	8

**Kaynak:** UNCTAD (2020)

Tablo 2.7.'de gelişmiş ülkelere ait 2007-2019 yılları arası DYSY miktarları akım değişkeni olarak verilmiştir. Tablo'da 2008 Krizi'nin DYSY açısından ülkeler üzerindeki olumsuz etkileri görülmektedir. 2009 yılında özellikle gelişmiş ülkelere birleşme ve satın alma şeklinde gerçekleşen DYSY akışlarında sert bir düşüş yaşanmıştır. Bu tür yatırımlar daha uzun bir planlama ve yatırım sürecine sahip olduğu için ekonomik şoklara daha geç tepki vermektedirler. Dolayısıyla da 2008 Krizi'nin etkileri gelişmiş ülkeler üzerinde çoğunlukla 2009 yılında ortaya çıkmıştır.

Tablo 2.7. incelendiğinde ABD'ye olan DYSY girişlerinin 2009 yılında bir önceki yıla göre 306 milyar dolar civarından 143 milyar dolar civarına kadar azaldığı görülmektedir. 2010 yılında ülkeye giren DYSY 198 milyar dolara, 2016 yılında ise 471 milyar dolara ulaşarak kriz öncesi dönemden daha yüksek seviyelere ulaşmıştır. 2016 yılı sonrası ise ülkeye giren DYSY girişleri önemli ölçüde azalış göstermiştir.

Almanya'nın DYSY girişleri tıpkı ABD'de olduğu gibi 2008 Krizi ile beraber önemli düzeyde azalış göstermiştir. Ülkeye 2007 yılında 80 milyar dolar düzeyinde DYSY girişi gerçekleşirken, 2008 yılında 8 milyar dolar civarına kadar gerilemiştir. Özellikle yabancı yatırımcıların krizden olumsuz yönde etkilenmesi DYSY girişlerini azaltmıştır. 2009 yılında ülkeye gelen yatırımlar bir önceki yıla göre artış göstererek 23 milyar dolar olmuştur. Almanya'nın 2016 yılında 15 milyar dolar civarı olan DYSY ise 2017 yılında 60

milyar civarında gerçekleşmiştir. Bu artışın en önemli nedeni sınır ötesi satın alma ve birleşmelerdir. Fakat hala ülke kriz öncesi DYSY girişleri düzeyine ulaşamamıştır.

Avustralya'nın DYSY girişleri 2009 yılında bir önceki yıla göre azalarak 31 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda ise girişlerde tekrar artış sağlanmaya başlamıştır. Bununla birlikte Finlandiya, Hollanda ve İtalya DYSY girişleri kapsamında Kriz'den en fazla etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. 2008 yılında söz konusu ülkelerin DYSY girişleri negatif olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında ise söz konusu ülkelere DYSY girişleri artış göstermiştir. 2009 yılında Finlandiya'ya DYSY girişi 718 milyon dolar, Hollanda'ya 38 milyar dolar ve İtalya'ya 20 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Ayrıca Finlandiya'ya olan DYSY girişleri 2014 yılında 18 milyar dolara artarak en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Fakat ülkenin DYSY girişlerinde yıllar itibarıyla istikrarsızlık söz konusudur.

İspanya ve İsveç'te de DYSY girişleri bakımından özellikle 2009 yılında önemli ölçüde azalış yaşamıştır. 2007 yılında İspanya'ya 64 milyar dolar, İsveç'e 28 milyar dolar olan DYSY girişleri 2009 yılında iki ülkede de 10 milyar dolara gerilemiştir. İsveç'e DYSY girişleri 2013 yılında 3 milyar dolar civarında iken, 2016 yılında 19 milyar dolara yükselmiştir. UNCTAD (2017) tarafından yayınlanan rapora göre, bu artışa en büyük katkıyı İlaç Şirketi Meda'nın ABD işletmesi Mylan tarafından satın alınması ve yeniden yatırım kazançlarındaki artış olarak gösterilmektedir. 2016 yılı sonrası ise ülkeye giriş yapan DYSY miktarı dalgalı bir seyir izlemiştir.

İspanya'da da ekonomik krizin etkileri 2009 yılında DYSY girişlerinde azalış olarak ortaya çıkmıştır. Sonraki yıllarda DYSY olarak dalgalı bir seyir izlese de 2018 yılında DYSY girişleri önceki yıllara göre büyük ölçüde artış göstermiştir. Ülkenin 2018 yılı DYSY girişi, 45 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bunun en önemli nedeni ülkede birleşme ve satın alma yoluyla gerçekleşen yatırımlardır. UNCTAD'a (2019) göre en önemli anlaşmalar, Atlantia (İtalya), ACS (İspanya) ve Hochtief (Almanya) konsorsiyumu tarafından İspanyol otoyol işletmecisi Albertis'in satın alınması şeklinde gerçekleşmiştir. Ayrıca ABD'de yer alan Cerberus Şirketinin Banco Bilbao Vizcaya Argentatia'nın emlak işinin büyük bir kısmını satın alması da ülkeye DYSY girişini sağlamıştır.

Kanada'daki yabancı yatırımların yarısı enerji ve metal sektörüne yöneliktir. Ülkeye en fazla yatırım girişi ABD ve Avrupa ülkeleri tarafından sağlanmaktadır. Ülkeye 2007

yılında 116 milyar dolar olan DYSY girişleri, 2009 yılında 22 milyar dolara kadar gerilemiştir. Kanada'nın 2016 yılında 36 milyar dolar olan DYSY girişleri 2017 yılında 26 milyar dolara gerilemiştir. Bunun en önemli nedeni ülkenin 2017 yılında elinde bulundurduğu petrol ve gaz varlıklarını elden çıkarmasıdır. Sonraki yıllarda ise ülkeye giriş yapan DYSY miktarı artış göstermiştir.

### 2.4.3. Gelişmiş Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları ülkelerin ekonomik büyüme sağlamaları açısından büyük önem taşıyan sermaye yatırımı türleri arasında yer almaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler portföy yatırımlarına ev sahipliği yapmak amacıyla sık sık finansal revizyon yoluna gitmektedir. Çünkü uluslararası portföy yatırımları doğru değerlendirildiğinde ülkeye döviz girdisi sağlanmakta ve finansal açıkların azaltılmasında önemli rol oynamaktadır. Fakat söz konusu yatırımların kimi zaman ülke ekonomilerinde yıkıcı etkiler de yarattığı görülmektedir. Örneğin ev sahibi ülkede ortaya çıkabilecek herhangi bir risk karşısında ülkeyi kolaylıkla terk etmesi, ülke açısından daha büyük bir olumsuzluk yaratmaktadır. Hatta çoğu zaman bu durum ekonomisi güçlü temeller üzerine kurulmayan ülkelerin krize sürüklenmesine neden olmaktadır. Tablo 2.8.'de özellikle 2008 Krizi'nin ortaya çıkmasıyla ülkelerde gerçekleşen portföy yatırımlarındaki değişim göze çarpmaktadır.

Tablo 2.8. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmiş Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları (Milyar Dolar)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Amerika	275	126	219	178	123	239	-62	154	-187	-139	149	156	-244
Almanya	76	-68	20	4	-5	-2	15	2	20	-8	-4	-41	-12
Avusturalya	14	19	34	13	1	14	15	10	13	18	15	-7	17
Finlandiya	5	-1	-0.59	-1	-0.88	3	3	5	3	14	10	10	-3
Fransa	-10	-18	67	-5	8	37	34	10	11	31	28	-26	-5
Hollanda	-141	-14	21	15	7	4	14	6	79	78	11	-45	2
İngiltere	-14	94	37	-19	-13	12	56	28	79	-149	94	5	-13
İspanya	15	-2	8	-3	3	9	28	28	30	1	17	-15	11
İsveç	4	-1	1	5	2	3	5	2	1	-3	3	0.04	1
İsviçre	0.68	24	9	-7	7	14	3	3	-10	-16	-35	-19	-1
İtalya	-6	-29	20	3	6	20	17	28	13	-989	19	-5	16
Kanada	-42	3	23	17	21	0.95	17	23	9	38	43	20	-1
Kore	-28	-33	24	23	-6	16	4	6	-1	13	8	-6	753
Norveç	9	-12	3	2	1	0.62	3	3	4	0.61	6	0.99	4
Portekiz	0.30	9	2	-1	-9	-9	-0.43	1	-0.97	-1	0.39	-0.18	-0.99

**Kaynak:** Dünya Bankası (2020)

Tablo 2.8.'de 2007-2019 yılları arası analize konu olan gelişmiş ülkelerin portföy yatırımları girişlerine yer verilmiştir. 2008 Krizi öncesi yıllarda ülkeler arasında en fazla portföy yatırımı girişi olan ülke ABD'dir. Ülkeye 2007 yılında 275 milyar dolar olan portföy yatırımları, 2008 yılında ortaya çıkan ekonomik krizin etkisiyle 126 milyar dolara azalmıştır. Sonraki yıllarda tekrar yükselmesine rağmen, 2019 yılında ülkeden portföy yatırımı çıkışı söz konusu olmuştur.

Krizin, Avrupa Birliği ülkeleri üzerinde yarattığı tedirginlik özellikle Almanya, İngiltere ve İtalya gibi ülkelere portföy yatırımları çıkışına neden olmuştur. Almanya'ya portföy yatırımları girişi 2007 yılında 76 milyar dolar iken 2008 yılında negatife dönmüştür. 2009 yılında toparlanma yaşanmasına rağmen 2011 ve 2012 yıllarında tekrar portföy çıkışı gerçekleşmiştir. Analize konu olan ülkeler arasında portföy yatırımları girişleri açısından 2019 yılında en fazla artış gösteren ülkeler 17 milyar dolarlık yatırım girişi ile Avustralya ve 16 milyar dolarlık yatırım girişi ile İtalya'dır. Bir diğer ülke olan İngiltere'de de aynı şekilde yıllar itibarıyla portföy yatırımlarındaki dalgalanma devam etmiştir.

İsviçre ekonomisinde portföy yatırımları kapsamında küresel krizin etkileri 2009 yılı sonrası hissedilmeye başlanmıştır. 2007 yılında 688 milyon dolar olan portföy yatırım girişi 2008 yılında 24 milyar dolara yükselmiştir. 2010 yılında negatif olarak gerçekleşen yatırımlar, 2011 ve 2012 yıllarında tekrardan artış göstermeye başlayarak sırasıyla 7 milyar dolar ve 14 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Bir diğer gelişmiş ülke olan Kanada'dan 2007 yılından itibaren çıkış olarak gerçekleşen portföy yatırımları 2008 yılında 3 milyar dolara ve 2009 yılında 23 milyar dolara yükselmiştir. İncelemeye dahil diğer bir ülke olan Kore'nin yatırımları ise 2007 ve 2008 yılında azalış gösterirken 2009 yılında 24 milyar dolar ve 2010 yılında ise 23 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Norveç'te kriz sürecinde 2008 yılında portföy yatırımı çıkışı gerçekleşirken, sonraki yıllarda pozitif dönmüştür. 2009 yılında ülkeye giriş yapan portföy yatırımı 3 milyar dolar iken, 2010 yılında 2 milyar dolara, 2011 yılında ise 1,8 milyar dolara inmiştir.

## 2.5. Gelişmekte Olan Ülkeler

Gelişmekte olan ülkeler<sup>3</sup> en genel ifadeyle sanayileşmelerini tamamlayamamış ülkeler olarak tanımlanmaktadır. Bu ekonomiler kalkınma sağlayabilmek için sermayeye ihtiyaç duyan ekonomiler olarak ifade edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin birçok farklı özelliği mevcuttur. Bunlardan bazıları, gelir dağılımında adaletsizlik, kişi başına milli gelirin nispeten düşük seyretmesi, tarım sektöründe istihdamın yoğun olması, yüksek nüfus artış oranı ve düşük kalkınma düzeyi olarak sıralanabilmektedir.

İzleyen bölümde analizde ele alınan gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ilk olarak ekonomik göstergelerinin değişimine yer verilmiştir. Sonrasında ise ülkelere gerçekleşen DYSY ve portföy yatırımlarının söz konusu ülkelerin ekonomileri üzerindeki etkileri ve önemi yıllar itibarıyla incelenmektedir. Ele alınan ülkeler, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Macaristan, Malezya, Meksika, Romanya, Rusya, Şili, Türkiye, Ukrayna ve Uruguay'dır.

### 2.5.1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Ekonomik Göstergeleri

Ülkelerin yıllar itibarıyla ekonomik yönden geçirdiği değişimler, küresel çapta ya da ülke içinde yaşanan krizler, ülke ekonomilerini derinden etkilemektedir. Bu süreçteki makro göstergelerdeki değişimler; söz konusu ülkelerin öncesi hakkında bilgi sağlarken, sonraki yıllar hakkında da öngörü sağlamaktadır. Aşağıdaki bölümde analizde incelenen gelişmekte olan ülkelerin temel ekonomik göstergelerine yer verilmiştir. Bu kapsamda ülkelerin büyüme oranları, işsizlik oranları, enflasyon oranları, DYSY girişlerinin ve uluslararası portföy yatırımlarının yıllık değişimi incelenmektedir.

---

<sup>3</sup> Gelişmekte olan ülkeler Dünya Bankası kriterlerine göre belirlenmiştir. Dünya Bankası'na göre, kişi başına GSYH'sı 1.045 dolar veya daha az olan ekonomiler, düşük gelirli ekonomiler, kişi başına GSYH'sı 1.046 ile 4.095 dolar olan ekonomiler orta gelirli ekonomiler, kişi başına GSYH'sı 4.096 ile 12.696 dolar olan ekonomiler ise üst orta gelirli ekonomiler olarak tanımlanmaktadır. Analizde kullanılan ülkeler orta gelirli ve üst orta gelirli ekonomiler arasından seçilmiştir.

Tablo 2.9. 2007-2019 Yılları Arası Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları (%)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brezilya	6,1	5,1	-0,1	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,3	1,3	1,3	1,1
Bulgaristan	6,6	6,1	-3,4	0,6	2,4	0,4	0,3	1,9	4,0	3,8	3,5	3,1	3,4
Çin	14,2	9,7	9,4	10,6	9,6	7,9	7,8	7,4	7,0	6,8	6,9	6,8	6,1
Filipinler	6,5	4,3	1,4	7,3	3,9	6,9	6,8	6,3	6,3	7,1	6,9	6,3	6,1
Güney Afrika	5,4	3,2	-1,5	3,0	3,3	2,2	2,5	1,8	1,2	0,4	1,4	0,8	0,2
Hindistan	7,7	3,1	7,9	8,5	5,2	5,5	6,4	7,4	8,0	8,3	7,0	6,1	5
Macaristan	0,2	1,1	-6,7	0,7	1,8	-1,5	2,0	4,2	3,8	2,2	4,3	5,1	4,9
Malezya	6,3	4,8	-1,5	7,4	5,3	5,5	4,7	6,0	5,1	4,4	5,7	4,7	4,3
Meksika	2,3	1,1	-5,3	5,1	3,7	3,6	1,4	2,8	3,3	2,9	2,1	2,1	-0,1
Romanya	7,2	9,3	-5,5	-3,9	2,0	2,1	3,5	3,4	3,9	4,8	7,1	4,4	4,1
Rusya	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	4,0	1,8	0,7	-2,0	0,2	1,8	2,5	1,3
Şili	4,9	3,5	-1,6	5,8	6,1	5,3	4,0	1,8	2,3	1,7	1,2	3,9	1,1
Türkiye	5,0	0,8	-4,7	8,5	11,1	4,8	8,5	5,2	6,1	3,2	7,5	2,8	0,9
Ukrayna	7,6	2,3	-14,8	3,8	5,5	0,2	0,0	-6,6	-9,8	2,2	2,5	3,4	3,2
Uruguay	6,5	7,2	4,2	7,8	5,2	3,5	4,6	3,2	0,4	1,7	2,6	1,6	0,2

**Kaynak:** Dünya Bankası (2020)

Tablo 2.9.'da 2007-2019 yılları arası analizde yer alan gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarına yer verilmiştir. Tablo 2.9 incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi 2008 Küresel Krizi'nin olumsuz etkileri gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları üzerinde de görülmektedir. Özellikle krizin yayılım gösterdiği yıl olan 2009 da etkiler daha net bir şekilde ortaya çıkmaktadır.

Analize konu olan gelişmekte olan ülkeler arasında en yüksek büyüme oranına sahip olan ülke Çin'dir. Çin dünyanın ilk sırada yer alan tedarikçisi ve ihracatçısı konumundadır. Çin Ekonomisi 2008 Küresel Krizi'nden dolayı yoldan etkilenen ekonomiler arasında yer almaktadır. Ülke özellikle başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin yatırımlarına ev sahipliği yapmaktadır. 2008 Krizi'nin söz konusu ülkeleri etkilemesi sonucu ülkeye yatırımlar azalmıştır. Bu da ülkenin büyüme rakamını az da olsa etkilemiştir. 2007 yılında %14,2 düzeyinde gerçekleşen büyüme oranı, 2009 yılında %9,4 düzeyinde inmiştir. Sonraki yıllarda ise ülkede büyüme rakamı tek haneli olarak seyretmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Filipinler'in de ekonomik büyüme oranı 2008 ve 2009 yıllarında Küresel Kriz'in etkisiyle azalma göstermiştir. Fakat 2012 yılı sonrası ülkenin istikrarlı bir büyüme performansı sergilediği görülmektedir. Urrutia vd. (2017)'ne göre, Filipinler'in büyüyen orta sınıfı, güçlü iç talebi ve istikrarlı siyasi ortamı, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.



Güney Afrika da 2008 Krizi'nden olumsuz etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. 2007 yılında %5,4 oranında büyüme gerçekleşen Güney Afrika'da 2009 yılında %1,5 oranında küçülme yaşanmıştır. Ülke 2009 yılı sonrası tekrar büyüme yaşamaya başlasa da istikrar sağlanamamıştır. Hindistan 1990'lı yıllarda uygulamaya başladığı ekonomik reformlar neticesinde özellikle 1998-2003 yılları arası istikrarlı ve yüksek bir büyüme hızı sağlayabilmiştir (Boratav, 2004: 170). 2007 yılında %7,7 oranında büyüme sağlanan ülkede 2008 yılında %3,1 büyüme yaşanmıştır. Fakat 2009 yılında büyüme oranı tekrar artış göstererek %7,9 düzeyine ulaşmıştır.

Macaristan ve Malezya ekonomileri de 2009 Krizi'nden etkilenen ekonomiler arasında yer almaktadır. Ülkeler 2009 yılında sırasıyla %6,7 ve %1,5 düzeyinde küçülme yaşamıştır. 2010 yılında Macaristan'da %0,7 düzeyinde büyüme gerçekleşirken, Malezya'da ise %7,4 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Macaristan büyüme oranları ele alındığında sonraki yıllarda da istikrarlı bir seyir izlememiştir. Fakat Malezya'nın büyüme rakamlarında istikrar sağlanmıştır. Kasuma'ya (2017) göre Malezya ekonomisinde imalat sektörünün, ihracatın ve yabancı yatırımların büyüme üzerindeki rolü önem teşkil etmektedir. Büyüme rakamlarındaki artışın en önemli nedenlerinden biri de hükümetin ülke ekonomisi üzerindeki teşvikleri olarak görülmektedir.

Meksika'nın en önemli ticari partneri ABD'dir. Bu nedenle de ülke 2008 Krizi'nden en fazla etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. Özellikle ABD'ye göç veren Meksika hükümeti, göç edenlerin ülkeye gönderdikleri işçi dövizlerinin azalması sonucu krizden etkilenmiştir. Meksika'da 2007 yılında %2,3 düzeyinde gerçekleşen büyüme oranı 2009 yılında %5,3 oranında küçülmeye dönmüştür. Sonraki yıllarda ise ülkenin büyüme oranında artış sağlanmıştır.

Dünya'nın büyük ekonomileri arasında yer alan Rusya 1998 yılında yaşamış olduğu kriz sonrası hızlı bir büyüme trendi yakalamıştır. Bu süreçte büyümeyi tetikleyen neden ise sahip olduğu doğal gaz kaynakları olarak bilinmektedir. Ülkenin büyüme oranları 2008 yılına kadar istikrarlı bir şekilde ilerlemiştir. 2007 yılında %8,5 düzeyinde büyüme yaşayan Rusya ekonomisi 2009 yılında %7,8 oranında küçülme yaşamıştır. 2015 yılına büyüme sağlayan ülke ekonomisi 2015 yılında petrol fiyatlarındaki düşüş gibi nedenlerle küçülme yaşamıştır.

Türkiye Ekonomisi 2000-2001 yıllarında yaşadığı krizler sonrasında yeniden yapılandırma hareketlerine giderek özellikle bankacılık sektörünün sağlam bir yapıya kavuşmasını sağlamıştır. 2007 yılında %5 oranında büyüme yaşayan Türkiye küresel krizin etkisiyle 2009 yılında %4,7 düzeyinde küçülme yaşamıştır. Ekonomik krizin Türkiye Ekonomisi üzerindeki etkileri dolaylı olarak gerçekleşmiştir. Özellikle krizden ağır şekilde etkilenen yatırımcıların Türkiye’de üretimlerini durdurması, Türkiye’nin ihracatının azalması dolayısıyla da üretimin yavaşlaması, krizin ülke üzerindeki etkileri olarak ortaya çıkmıştır. Ülkede krize karşı önlemler uygulanmıştır. Önlemler sonucunda ülke ekonomisi 2011 yılında %11,1 oranında büyüme göstermiştir. Alınan önlemlerin etkilerinin azalmaya başlaması ile birlikte büyüme oranında düşüş yaşansa da genel olarak büyüme oranı bağlamında ülke ekonomisi istikrarlı bir yapıya sahiptir.

Tablo 2.10. 2007-2019 Yılları Arası Gelişmekte Olan Ülkelerin İşsizlik Oranları (%)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brezilya	8,3	7,3	8,5	7,7	6,9	7,2	7,0	6,7	8,4	11,6	12,8	12,3	12,1
Bulgaristan	6,9	5,6	6,8	10,3	11,3	12,3	12,9	11,4	9,1	7,6	6,2	5,2	4,3
Çin	4,3	4,6	4,7	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	4,3
Filipinler	3,4	3,7	3,9	3,6	3,6	3,5	3,5	3,6	3,1	2,7	2,6	2,3	2,2
Güney Afrika	26,7	22,4	23,5	24,7	24,7	24,7	24,6	24,9	25,2	26,6	27,1	26,9	28,2
Hindistan	5,3	5,3	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3	5,4
Macaristan	7,4	7,8	10,0	11,2	11,0	11,0	10,2	7,7	6,8	5,1	4,2	3,7	3,4
Malezya	3,2	3,3	3,7	3,3	3,0	3,0	3,1	2,9	3,1	3,4	3,4	3,3	3,3
Meksika	3,6	3,9	5,4	5,3	5,2	4,9	4,9	4,8	4,3	3,9	3,4	3,3	3,4
Romanya	6,4	5,8	6,9	7,0	7,2	6,8	7,1	6,8	6,8	5,9	4,9	4,2	4
Rusya	6,0	6,2	8,3	7,4	6,5	5,4	5,5	5,2	5,6	5,6	5,2	4,8	4,6
Şili	8,4	9,3	11,3	8,4	7,3	6,7	6,2	6,7	6,5	6,7	7,0	7,2	7,1
Türkiye	8,9	9,7	12,6	10,7	8,8	8,1	8,7	9,9	10,2	10,8	10,8	10,9	13,5
Ukrayna	6,4	6,4	8,8	8,1	7,9	7,5	7,2	9,3	9,1	9,4	9,5	8,8	8,9
Uruguay	9,4	8,0	7,7	7,2	6,3	6,5	6,4	6,5	7,5	7,8	7,9	8,3	8,7

**Kaynak:** Dünya Bankası (2020)

Tablo 2.10.’da 2007-2019 yılları arası seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin işsizlik rakamlarına yer verilmiştir. Tablo 2.10 incelendiğinde Mortgage Krizi’nin gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranları üzerinde etkileri özellikle 2009 yılı sonrası gecikmeli olarak açık bir şekilde görülmektedir. Örneğin, Brezilya’nın işsizlik oranları 2008 yılında bir önceki yıla göre %7,3 düzeyine gerilemiş iken 2009 yılında %8,5 düzeyine yükselmiştir. Sonraki yıllarda işsizlik oranlarında istikrar sağlansa da işsizlik düzeyi 2016 yılı sonrası %12 düzeyine kadar ulaşmıştır.

Bulgaristan’ın işsizlik oranları ise, 2008 yılında %5,6 seviyesinde iken bu oran 2010 yılı ve sonrası çift haneli rakamlara yükselmiştir. Çin, Filipinler, Malezya, Hindistan ve

Uruguay 2008 Krizi'nden işsizlik oranları kapsamında çok fazla etkilenmemiş ülkeler arasında yer almaktadır. Çin ekonomisinde gerçekleşen işsizlik oranları 2007 yılı sonrası %4 civarında seyretmektedir. Filipinler de ve Malezya da ise 2007 yılı sonrası işsizlik oranları ortalaması yaklaşık %3 dolaylarında gerçekleşmektedir. Filipinler'de işsizlik oranının düşük seyretmesinin en önemli nedeni her yıl çok fazla Filipinlinin yurtdışına göç etmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca ülkenin işsizlik oranlarındaki azalış ile ekonomik büyüme arasındaki orantının ters olması ülkede yapısal sorunların varlığını ve kaynakların etkin kullanılmadığını göstermektedir (Mete ve Bozgeyik, 2018: 143-144).

Güney Afrika'da işsizlik en önemli sorunlarından biri haline gelmiştir. Ülkenin 2007 yılı ve sonrası işsizlik oranları %25'in üzerinde seyretmektedir. Romanya'da 2008 yılında %5,8 düzeyinde kaydedilen işsizlik oranı 2009 yılında %6,9 ve %2011 yılında %7,2 olarak gerçekleşmiştir. Ülke sonraki yıllarda işsizlik oranındaki artışı kontrol altına almıştır. Şili'nin ise işsizlik oranı, 2007 yılında %8,4 iken 2009 yılında bu oran %11,3 düzeyine ulaşmıştır. 2009 sonrası ise ülkenin işsizlik oranı ortalama %6 civarında gerçekleşmiştir.

Türkiye 1960'lı yıllardan itibaren uzun yıllar işsizlikle mücadele etmiştir. 1980 yılı sonrası gerek dünyada yaşanan liberalleşme hareketlerine hemen uyum sağlayamaması gerekse teknolojinin gelişim göstermesi sonucunda, işsizlik düzeyi oldukça artış göstermiştir. Ülkede yaşanan en ağır krizlerden biri olan 2001 Krizi sonrası ise işsizlik dahada önemli boyutlara ulaşmıştır. Her ne kadar kriz sonrası yapılandırma hareketleri ile ülke ekonomisinde istikrar sağlansa da uzun yıllar işsizlik sorununun önüne geçilememiştir (Ay, 2012: 322).

Türkiye'nin işsizlik rakamları incelendiğinde genel olarak çift basamaklı rakamlar görülmektedir. Bu durum ülkenin artan büyüme hızının belirli bir miktar istihdam oluştururken, nüfus oranındaki artışın işsizlik düzeyinin azalmasında engel teşkil ettiğini ifade edebilmektedir. Özellikle Türkiye ekonomisinde dış ticaretin yavaşlaması sonrasında işsizlik oranlarında artış yaşanmaya başlamıştır. 2007 yılında %8 civarında gerçekleşen işsizlik oranı 2009 yılında %12,6 düzeyine kadar yükselmiştir. Sonraki yıllarda ise ortalama %9 civarı bir işsizlik oranı söz konusudur. Oran 2018 yılında %10,9 iken 2019 yılında %13,5 düzeyine yükselmiştir. 2019 rakamlarına göre ülke, seçilmiş gelişmekte olan ülkeler arasında Güney Afrika'dan sonra en fazla işsizlik oranına sahip ikinci ülke konumundadır.

Tablo 2.11. 2007-2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerin Tüketici Fiyat Endeksleri (TÜFE) (%)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brezilya	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0	8,7	3,4	3,7	3,7
Bulgaristan	8,4	12,3	2,8	2,4	4,2	3,0	0,9	-1,4	-0,1	-0,8	2,1	2,8	3,1
Çin	4,8	5,9	-0,7	3,2	5,6	2,6	2,6	1,9	1,4	2,0	1,6	2,1	2,9
Filipinler	2,9	8,3	4,2	3,8	4,7	3,0	2,6	3,6	0,7	1,3	2,9	5,2	2,5
Güney Afrika	6,2	10,1	7,3	4,1	5,0	5,7	5,8	6,1	4,5	6,6	5,2	4,5	4,1
Hindistan	6,4	8,3	10,9	12,0	8,9	9,3	10,9	6,4	5,9	4,9	2,5	4,9	7,7
Macaristan	8,0	6,0	4,2	4,9	3,9	5,7	1,7	-0,2	-0,1	0,4	2,3	2,9	3,3
Malezya	2,0	5,4	0,6	1,6	3,2	1,7	2,1	3,1	2,1	2,1	3,9	0,9	0,7
Meksika	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	4,1	3,8	4,0	2,7	2,8	6,0	4,9	3,6
Romanya	4,8	7,9	5,6	6,1	5,8	3,3	4,0	1,1	-0,6	-1,5	1,3	4,6	3,8
Rusya	9,0	14,1	11,6	6,8	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,0	3,7	2,9	4,5
Şili	4,4	8,7	0,4	1,4	3,3	3,0	1,8	4,7	4,3	3,8	2,2	2,4	2,6
Türkiye	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	8,9	7,5	8,9	7,7	7,8	11,1	16,3	15,2
Ukrayna	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	0,6	-0,2	12,1	48,7	13,9	14,4	11	7,9
Uruguay	8,1	7,9	7,1	6,7	8,1	8,1	8,6	8,9	8,7	9,6	6,2	7,6	7,9

**Kaynak:** Dünya Bankası (2020)

Tablo 2.11.'de Brezilya'nın enflasyon oranının 2008 Küresel Krizi'nden önemli ölçüde etkilenmediği görülmektedir. 2007 yılında %3,6 düzeyinde açıklanan enflasyon oranı 2008 yılında %5,7, 2009 yılında ise %4,7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ülkede gerçekleşen enflasyon oranının krizden çok fazla etkilenmemesinin sebebi uygulamış olduğu Real Planı'dır. Brezilya, 1995 Meksika, 1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinden çok fazla etkilenmiştir. Bunun üzerine başta enflasyonla mücadele etmek amacıyla Real Planı adı altında bir plan uygulamaya koymuştur. Planın diğer amaçları, dış ticaret dengesini sağlamak ve ekonomik kalkınmayı desteklemektir (Fonseca, 1998: 619). Uygulanan plan sonucunda enflasyon kontrol altına alınmış fakat diğer hedeflere ulaşma konusunda ülkenin henüz istikrar sağlayamadığı görülmektedir.

Bulgaristan'ın enflasyon oranı 2007 yılında %8,4 iken 2008 yılında %12,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ülkede açıklanan enflasyon oranı 2014 yılına kadar tek haneli ve ılımlı düzeyde seyretmiştir. Fakat 2014-2016 yılları arası üç yıl üst üste deflasyon gerçekleşmiştir. Çin'in ise 2007 yılında enflasyon oranı %4,8 iken 2009 yılında ise %0,7 düzeyinde deflasyon gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda ülkede enflasyon oranı eski düzeyine geri dönmüştür.

Filipinler'in enflasyon oranı 2007 yılında %2,9 olarak gerçekleşirken, 2008 yılında %8,3'e yükselmiştir. 2009 yılında yurtiçi ve yurtdışı talepteki azalış sonucunda enflasyon rakamı gerileyerek %4,2 olarak açıklanmıştır. Tarımsal üretime dayalı bir ülke olan

Filipinler de yaşanan doğal afetler sonucunda gıda sektöründe gerileme yaşanmasıyla birlikte ülkenin enflasyon oranı 2011 yılında bir önceki yıla göre artış göstererek %4,3 olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında ise uluslararası petrol fiyatlarının düşmesi sonucunda enflasyon gerileyerek %3 düzeyinde gerçekleşmiştir (Mete ve Bozgeyik, 2018: 142-143).

2000'li yıllarda Türkiye Ekonomisi yüksek enflasyonla mücadele eden ülkeler arasında yer almaktaydı. 2001 Krizi sonrası yeniden yapılandırma hareketleri kapsamında alınan önlemler ile uygulanan sıkı para politikaları enflasyon rakamlarının gerilemesini sağlamıştır. Uzun yıllar enflasyon oranı tek haneli rakamlarda seyretmiştir. 2007- 2017 yılları arası ülkede enflasyon oranı ortalama %8 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Ukrayna'nın 2007 yılında %12,8 düzeyinde gerçekleşen enflasyon oranı 2008 yılında %25,2'ye yükselmiştir. Sonraki yıllarda enflasyon oranı kapsamında ülke toparlanmaya gitmiştir. Fakat Rusya ile Ukrayna arasında yaşanan enerji krizi sonucunda 2015 yılında enflasyon oranı tekrardan %48,7 düzeyine kadar yükselmiştir.

### **2.5.2. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik DYSY Girişleri**

Gelişmekte olan ülkeler büyük ölçüde emek yoğun olarak üretim faaliyetinde bulunmaktadır. Bu ülkeler üretimi gerçekleştirmek için ihtiyaç duydukları sermayenin bir kısmını ülkeye gerçekleşen yabancı sermaye yatırımları şeklinde temin etmektedirler. DYSY ile birlikte özellikle ülkeye giren teknoloji, ülkenin üretim kalitesini arttırması ve büyüme oranında artış sağlaması nedeniyle gelişmekte olan ülkeler tarafından yoğun olarak talep edilmektedir.

Tablo 2.12. 2007- 2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelere DYSY Girişleri (Milyar Dolar)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brezilya	34	45	25	77	97	82	59	63	49	53	66	59	71
Bulgaristan	12	9	3	1	2	1	1	0.462	2	1	1	1	1
Çin	83	108	94	114	123	121	123	128	135	133	136	138	141
Filipinler	2	1	1	1	2	2	2	5	4	6	8	6	4
Güney Afrika	6	9	7	3	4	4	8	5	1	2	2	5	4
Hindistan	25	47	35	27	36	24	28	34	44	44	39	42	50
Macaristan	3	6	2	2	6	14	3	7	-14	-5	3	8	5
Malezya	8	7	1	9	12	9	12	10	10	11	9	7	7
Meksika	32	29	17	27	25	21	48	30	35	30	34	34	32
Romanya	9	13	4	2	2	3	3	3	3	5	5	6	5
Rusya	54	75	27	31	36	30	53	29	11	37	25	13	31
Şili	12	15	14	15	22	30	21	22	20	12	6	7	11
Türkiye	22	19	8	9	16	13	13	12	18	13	11	12	8
Ukrayna	9	10	4	6	7	8	4	4	2	3	2	2	3
Uruguay	1	2	1	2	2	6	0.757	3	2	-0.20	2	1	0.968

**Kaynak:** UNCTAD (2020)

Tablo 2.12’de analize dahil edilen gelişmekte olan ülkelerin DYSY girişlerine yer verilmiştir. 2008 Krizi’nin etkileri ülkelerin diğer tüm değişkenleri üzerinde görüldüğü gibi DYSY girişlerinde de önemli ölçüde hissedilmektedir. Ele alınan ülkelerin tümünde özellikle 2009 yılında DYSY girişlerinde önemli ölçüde azalma yaşandığı görülmektedir. Örneğin yıllar itibariyle DYSY girişlerinde artış yaşayan Brezilya’nın 2008 yılında DYSY girişleri 45 milyar dolar olarak kaydedilmiştir. Fakat Krizin dünya çapında yayıldığı 2009 yılında ülkenin DYSY girişleri 25 milyar dolara kadar düşmüştür. UNCTAD’a (2013) göre özellikle 2012 yılı sonrası ülkedeki otomotiv sektörüne yapılan yabancı yatırımlar hükümet tarafından desteklenmeye başlamıştır. Çünkü DYSY aracılığıyla Brezilya’daki otomotiv sektörüne gerçekleşen yatırımların, ülkenin rekabet gücünü arttırdığı, ülkeye teknoloji giriş sağladığı ve tamamlayıcı sektörlerdeki yerel işletmeleri geliştirmeye ve ithalatın büyümesini yavaşlatmaya yardımcı olduğu vurgulanmaktadır. 2019 yılında ise DYSY girişleri kademeli olarak artış göstererek 71 milyar dolar olarak kriz öncesi döneminde üzerine çıkmıştır. Ülkeye gelen yatırımları büyük kısmı bilgi ve iletişim teknolojisi ile inşaat sektörüne gerçekleşmiştir.

Diğer bir ülke olan Bulgaristan’ın DYSY girişleri 2007 yılında 12 milyar dolar civarında iken, bu rakam 2009 yılında 3 milyar dolara, 2010 yılında ise 1 milyar dolara kadar gerilemiştir. Soyfa Ticaret Müsteşarlığı (2017)’nin raporuna göre Bulgaristan’da en çok yabancı yatırım gayrimenkul, imalat, sanayi ve finans sektörlerinde gerçekleşmektedir.

Analizde ele alınan bir diğer ülke olan Çin, DYSY girişleri açısından gelişmekte olan ülkeler arasında ilk sırada yer almaktadır. Yabancı yatırımcıların Çin’de yatırım gerçekleştirmek istemelerinin birden fazla sebebi mevcuttur. Bunlardan ilki ülkenin nüfusunun fazlalığı nedeniyle geniş bir iç pazara sahip olmasıdır. İkincisi ise ülkede faaliyet gösteren emeğin ucuz ve sayıca fazla olmasıdır. Diğer bir etken ise, dünya genelinde faaliyet gösteren çeşitli sektörlerle ait yan sanayinin hızlı gelişim göstermesidir. Aynı zamanda ülkede güçlü ve istikrarlı büyümenin gerçekleşmesi ve varolan politik istikrar da yabancı sermaye girişlerini etkileyen faktörler arasında yer almaktadır (Ekinci, 2005: 76). Özellikle ucuz işgücü gibi nedenlerle gelişmiş ülkelerin DYSY’lerine ev sahipliği yapan ülkeye; 2008 yılında 108 milyar dolar civarı olan DYSY girişleri 2009 yılında 94 milyar dolara gerilemiştir. Fakat 2011 yılı sonrası ülke tekrar eski performansına kavuşmuştur. Ülkeye DYSY girişleri özellikle ileri teknoloji ve hizmet sektörüne yönelik olarak gerçekleşmektedir.

Çin’in 2013 yılında 123 milyar dolar olan yatırım girişleri, 2014 yılında yaklaşık %4 oranında artış göstererek 128,5 milyar dolara yükselmiştir. Bunun başlıca nedeni özellikle hizmet sektörünün dalları olan perakende, ulaştırma ve finans alanlarında DYSY girişinin yükselmesidir. UNCTAD’a (2015) göre, 2014 yılında ülkenin DYSY içerisinde hizmet sektörünün payı %55 olarak belirlenirken, imalat sektörünün payı ise %33’e gerilemiştir. Ülkeye yatırım gerçekleştiren başlıca ülkeler Kore, Avrupa Birliği ülkeleri, Japonya ve ABD’dir. Son yıllarda Kore ve AB ülkelerinin gerçekleştirmiş olduğu yatırımlar artış gösterirken, Japonya ve ABD yatırımları azalmıştır. 2019 yılında ise Çin’e DYSY girişlerinin kriz öncesi dönemin yaklaşık iki katı düzeyinde artış gösterdiği görülmektedir.

Güney Afrika’ya ise 2019 yılında DYSY girişleri bir önceki yıla göre %15 azalış göstererek 4 milyar Dolara gerilemiştir. Bu ülkeye DYSY çoğunlukla madencilik, imalat ve hizmetler sektörüne yönelik olarak gerçekleşmektedir. Ülkeye giren DYSY’nin istihdamı arttırmadığı görülmektedir. UNCTAD’a (2020) göre, bunun en önemli nedeni yapılan yatırımların sıfırdan oluşum şeklinde olmaması, kurum içi finansal transferlerden oluşmasıdır.

İncelemeye konu olan ülkeler arasında yer alan Hindistan’a DYSY girişleri 2000 yılı sonrası artış göstermektedir. Hindistan’da en fazla DYSY girişi olan sektör otomotiv sektörüdür. Ülkenin özellikle 1990’ların başlarında yabancı yatırıma açılması ile birlikte teknoloji girişi sağlanmıştır. Hindistan’da hükümet tarafında yerli ve yabancı yatırımcıya

uygulanen teşvikler başta otomotiv sektörü olmak üzere ilaç, kimya ve tekstil gibi alanlarda da uygulanmaktadır.

Hindistan'a 2008 yılında 47 milyar dolar olan DYSY girişleri, 2011 yılında ise 36 milyar dolara kadar gerilemiştir. 2012 yılında Hindistan'ın bir önceki yıla göre büyüme oranlarında ortaya çıkan azalma ve yüksek enflasyon oranı, yerli ve yabancı yatırımcılar için risk unsuru olarak algılanmıştır. Bununla birlikte yatırımcıların güvenin etkilenmesi sonucu ülkeye gerçekleşen DYSY girişleri önemli ölçüde azalış göstererek 24 milyar dolara gerilemiştir. Ülkeye gerçekleşen DYSY girişleri özellikle 2016 yılında, 2008 yılı sonrası en yüksek rakama ulaşmıştır.

Malezya, gelişmiş ülkelerde yer alan çok uluslu şirketlerin üretimlerini düşük maliyetli ülkelere kaydırma eğiliminden faydalanan ülkeler arasında yer almaktadır. Özellikle ülkenin imalat sektöründe çok fazla yabancı yatırım ile kurulan işletme mevcuttur. Ülke 2008 Krizi'nin etkisiyle DYSY girişlerinde keskin bir düşüş yaşamıştır. 2007 yılında 8 milyar dolar civarı olan DYSY girişleri 2009 yılında 1 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. 2009 yılı sonrası ülkenin DYSY girişleri tekrar artış göstermeye başlamıştır.

Rusya'nın DYSY girişleri, 2008 Küresel Krizi sonrası önemli ölçüde etkilenmiştir. Ülkeye 2008 yılında 75 milyar dolar civarı gerçekleşen girişler, 2009 yılında 27 milyar dolara gerilemiştir. Ülkenin 2010 yılı DYSY girişleri yaklaşık %13 artarak 31,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. UNCTAD (2011)'a göre, bu artışta en büyük etken, Rus içecek markası olan Wimm-Bill-Dann'ın PepsiCo tarafından 3,8 milyar dolara satın alınmasıdır. Gerçekleşen bu yatırım küresel bağlamda ülkeye olan güvenin artmasını sağlamıştır. Sonraki yıllarda ise ortalama 30 milyar dolar civarı gerçekleşen yatırım düzeyi, kriz öncesi yıllardaki düzeyine uzun yıllar ulaşamamıştır.

Türkiye ekonomisinde 24 Ocak 1980 Kararları DYSY açısından büyük önem teşkil etmektedir. Kararlar kapsamında DYSY'nin önündeki engellerin kaldırılması hedeflenmiştir. Böylece ülkeye sermaye ve teknoloji girişinin sağlanacağı savunulmuştur. Kararlar sonrasında devlet tarafından yatırımlar hususunda alınan önlemler ve teşvikler ülkeye yabancı yatırım girişini sağlamıştır. 1984 ve 1994 yıllarında devletin teşviklerinin başında yap-işlet-devlet modeli yer almaktadır. Uygulanan model ile birlikte ülkeye enerji alanında pek çok yabancı yatırım gerçekleşmiştir. 1980 yılı sonrasında günümüze kadar



DYSY girişleri önemli ölçüde artış göstermiştir (Bülbül, 2019: 135-137). Ülkeye gerçekleşen DYSY'nin yoğunluğu büyük oranda imalat ve hizmet sektöründe gerçekleşmektedir (Özkan, 2018: 203).

Türkiye Ekonomisi'ne 2007 yılında 22 milyar dolar civarı DYSY girişi yaşanmıştır. 2009 yılında ise bu yatırımlar 8 milyar dolara gerilemiştir. Bunun temel nedeni ülkenin risk barındırmasında ziyade ülkeye yatırımda bulunan yabancı yatırımcıların ekonomik durumlarında ortaya çıkan sorunlardır. Sonraki yıllarda Kriz'in etkilerinin ülke ekonomisi üzerinde yıkıcı etki yaratmadığı ve birçok ülke ekonomisinden daha başarılı bir performans sergilediği görülmüştür. Bununla birlikte ise DYSY girişleri tekrar artış göstermeye başlamıştır. 2010 yılında 9 milyar dolara, 2011 yılında ise 16 milyar dolara yükselmiştir.

Türkiye'de son yıllarda DYSY girişleri bağlamında azalma yaşanan ülkeler arasında yer almaktadır. 2018 yılında ülkede gerçekleşen DYSY girişleri 2019 yılında yaklaşık %35 azalarak 8,4 milyar dolara gerilemiştir. Bu yavaşlama, küresel ekonomik belirsizlik ve zayıf ekonomik büyüme nedeniyle ortaya çıkmıştır.

### **2.5.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları**

Gelişmekte olan ülkeler açısından portföy yatırımlarının önemi yadsınamaz düzeyde büyüktür. Birçok gelişmekte olan ülke portföy yatırımları aracılığıyla bütçe açıklarını finanse etmektedir. Fakat portföy yatırımları mobilitelelerinin yüksek olması nedeniyle ülkeden çıkışı süresince ülke ekonomisinde sorunların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Krizlerin portföy yatırımları üzerindeki etkileri DYSY'ye nispeten daha çabuk gerçekleşmektedir. Dolayısıyla da Tablo 2.13 incelendiğinde 2008 Krizi'nin ülkelerin portföy yatırımları girişleri üzerindeki etkilerinin krizin ortaya çıktığı yıl olan 2008 yılında yaşanmaya başladığı görülmektedir.

Tablo 2.13. 2007- 2019 Yılları Arası Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımı Girişleri (Milyon Dolar)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brezilya	26 217	-7 565	37 071	37 671	7 173	5 601	11 126	11 492	9 786	11 039	5 673	-3 062	-2 689
Bulgaristan	88	-105	7	-720	-46	4	-19	-76	-8	-19	154	108	-51
Çin	18 478	8 464	29 116	31 357	5 308	29 902	32 594	51 915	14 964	23 416	36 208	60 667	44 906
Filipinler	1 137	-461	308	832	1 039	1 752	-34	1 195	-742	130	495	-1 031	1 763
Güney Afrika	8 669	-4 706	9 363	5 826	63	7 159	7 282	9 337	8 499	1 639	7 588	2 945	-4 289
Hindistan	32 862	-15 030	24 688	30 442	-4 048	22 809	19 891	12 369	1 932	2 336	5 928	-4 361	13 768
Macaristan	-4 969	-197	665	-325	177	746	25	-324	774	-102	-141	82	231
Malezya	-669	-10 715	-448	5 590	1 174	6 046	3 836	61	-4 473	-550	4 535	-1 143	-
Meksika	-486	-3 491	4 155	373	-6 565	5 770	-2 430	4 833	3 601	9 477	10 320	2 421	-10
Romanya	742	21	6	3	-38	408	1 054	534	361	-459	-61	-479	-699
Rusya	18 399	-15 383	3 762	-4 885	-9 795	1 162	-7 625	-12 966	-5 538	-1 788	-7 939	-4 163	-4 320
Şili	388	1 948	327	1 764	4 650	5 632	5 883	2 184	-6	1 305	448	-1 556	2 875
Türkiye	5 138	716	2 827	3 468	-985	6 276	842	2 559	-2 395	823	2 971	-1 131	406
Ukrayna	715	388	105	290	519	516	1 180	-391	177	69	110	-9	49
Uruguay	2	-11	-17	0	0	871	0.43	-1	-3	-16	-11	18	17

**Kaynak:** Dünya Bankası (2020)

Tablo 2.13'e göre portföy yatırımlarından ziyade daha çok DYSY'ye ev sahipliği yapmakta olan Çin'in 2007 yılında 18 milyar dolar civarı olan portföy yatırımları, 2008 yılında 8 milyar dolara düştüğü görülmektedir. Fakat sonraki yıllarda ülkenin ev sahipliği yaptığı portföy yatırımları tekrar artış göstermeye başlamıştır. 2018 yılında ülkeye gerçekleşen portföy yatırımı girişleri 60 milyar dolara yükselmiştir.

Güney Afrika, Hindistan ve Macaristan'da portföy yatırımları kapsamında krizden olumsuz yönde etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır. 2009 yılında ise ülkelerin portföy yatırımları artış göstererek sırasıyla, 9 milyar dolar, 24 milyar dolar ve 665 milyon dolara yükselmiştir. Rusya'da kriz ile birlikte 2008 yılında portföy yatırımı çıkışı yaşayan ülkeler arasında yer almaktadır. 2007 yılında 18 milyar dolar portföy yatırımına ev sahipliği yapan ülkede, 2008 Krizi sonrası 2009 yılında yatırımlar 3 milyar dolara kadar gerilemiştir. 2010 ve 2011 yılında ise tekrar iki yıl üst üste portföy çıkışı gerçekleşmiştir.

Portföy yatırımlarının, Türkiye ekonomisi üzerinde etkileri yadsınamaz düzeyde büyüktür. 2000 yılının ilk aylarında, IMF ile imzalanan stand-by anlaşması sonrası, ülkedeki portföy yatırımlarının artmasını sağlamıştır. 2000 yılının ikinci yarısında ise, cari işlemler açığının artış göstermesi sonucunda ülkede belirsizlik yaşanmaya başlamıştır. Bu durum da portföy yatırımlarının hızlı bir şekilde ülkeyi terk etmesine neden olmuştur. Ülkenin ekonomik yapısında ortaya çıkan kırılganlık beraberinde ikiz krizler olarak adlandırılan 2000-2001 krizlerini getirmiştir (Boratav, 2004:243-255).

Türkiye ekonomisine gerçekleşen portföy yatırımları 2007 yılında 5 milyar dolar civarı iken 2008 yılında 716 milyon dolara inmiştir. 2012 yılında ise ülkede 6 milyar dolar portföy yatırımı gerçekleşerek, ülkeye 2008 Krizi öncesinin üstünde bir portföy yatırımı girişi sağlanmıştır. 2018 yılında portföy yatırımı bağlamına Türkiye olumsuzluk yaşayan ülkeler arasında yer almıştır. Her ne kadar bu rakamlar 2019 yılında pozitif dönmüş olsa da ülkede istikrarsızlık söz konusudur.

### 3. BÖLÜM

#### 3. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE PORTFÖY YATIRIMLARININ BÜYÜME VE İŞSİZLİĞE ETKİSİNİN AMPİRİK AÇIDAN İNCELENMESİ

Bu bölümde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kapsamında DYSY ve portföy yatırımlarının ülkelerin ekonomileri üzerindeki etkileri, ekonomik büyüme ve işsizlik bağımlı değişkenleri kullanılarak incelenmektedir.

Çalışmanın bu kısmında ilk olarak DYSY ve portföy yatırımlarının büyüme ve işsizlik üzerindeki etkilerini ele alarak gerçekleştirilmiş olan çalışmaları kapsayan literatüre yer verilmiştir. Sonraki aşamada ise ekonometrik analiz gerçekleştirilmiştir.

##### 3.1. Ampirik Literatür

Literatürde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme ve istihdam üzerindeki etkisini inceleyen bir çok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalarda ele alınan ülke grupları, analizde kullanılan değişkenler farklılık göstermektedir. DYSY ve portföy yatırımlarının ülkelerin ekonomik büyümeleri ve istihdam düzeyleri üzerinde yarattığı etkilerin ne yönde olduğu konusunda literatürde hala fikir birliğine varılamamıştır.

Çalışmaların büyük çoğunluğunda özellikle gelişmekte olan ülkelere DYSY girişlerinin pozitif bir etki yarattığı savunulmaktadır. Bunun yanı sıra uluslararası portföy yatırımlarının etkisi incelendiğinde ise bazı çalışmalar uluslararası portföy yatırımlarının pozitif etki sağladığını ortaya koyarken, bir kısım çalışmalar ise herhangi bir etki olmadığını vurgulamaktadır. Tablo 3.1.'de DYSY ve uluslararası portföy yatırımlarının ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerindeki etkilerine ilişkin gerçekleştirilmiş olan çalışmalar yer almaktadır.

Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyüme Etkisini Kapsayan Literatür Özeti

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Gregorio (1992)	1950-1985 12 Latin Amerika Ülkesi	Panel Veri Analizi	DYSY gelişmiş ülkelerin büyüme düzeyleri üzerindeki artışın en önemli nedenlerinden biridir.
Sala-I- Martin (1995)	1986-1997 44 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ve büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur.
Balasubramanya, Salisu ve Sapsford (1996)	1970-1985 46 gelişmekte olan ülke	En Küçük Kareler Yöntemi(EKK)	DYSY, ev sahibi ülkeyi ihracata teşvik ederek ülkenin ekonomik büyümesi üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.
Borensztein vd. (1998)	1970-1989 69 gelişmekte olan ülke ekonomisi	Panel Veri Analizi	DYSY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ülkenin yerli yatırımlarının yarattığı etkiye nazaran daha fazla olduğu sonucuna varılmıştır. Bunun temel nedeninin ise DYSY'nin ev sahibi ülkeye getirdikleri teknoloji transferi ve yönetim becerisi olduğu savunulmuştur.
Olofsdotter (1998)	1980-1990 50 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY girişindeki artış ülke ekonomisi üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.
Abdel-Hameed ve Bashir (1999)	1975-1990 Mısır, Cezayir, Ürdün, Fas ve Türkiye	Panel Veri Analizi	Yabancı sermaye ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir.
De Mello (1999)	1970-1990 32 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY'nin incelemeye konu olan ülkeler üzerindeki etkisi minimum düzeydedir.
Aitken ve Harrison (1999)	1979-1989 Venezüella	Zaman Serileri Analizi	DYSY sayesinde ülkelere giren teknolojinin yerel firmalara yayılmasıyla ülke üzerinde pozitif etki meydana gelmektedir.
Berthelemy ve Demurger (2000)	1985-1996 Çin'in 24 eyaleti	Panel Veri Analizi	Analize konu olan eyaletlerde ekonomik büyümenin DYSY üzerindeki etkisi önemli düzeydedir.
Fan ve Dickie (2000)	1987-1997 5 Asya ülkesi	Panel Veri Analiz	DYSY seçilmiş ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde pozitif etkiye sahiptir.
Soto (2000)	1986-1997 44 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ve portföy hisse akışlarının büyüme ile arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Özellikle yetersiz sermayeli bankacılık sistemlerine sahip ülkelere gerçekleşen portföy yatırımı girişleri ülkelerin büyüme oranlarını negatif yönde etkilemektedir.
Lensink ve Morrissey (2001)	1975-1998 Gelişmekte olan ülkeler	Panel Veri Analizi	DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerine pozitif etkisinin olmasının yanı sıra DYSY'lerdeki dalgalanmalar ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır.

Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyüme Etkisini Kapsayan Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Reisen ve Soto (2001)	1986-1997 44 tane gelişmekte olan ülke	Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi	Ülkelere giren portföy yatırımları gelişmekte olan ülke ekonomilerinde büyüme pozitif yönde etkilemektedir.
Weinhold ve Nair-Reichert (2001)	1971-1995 24 gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ülkelere göre değişim göstermektedir. Aynı zamanda DYSY'lerin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri açık ekonomilerde daha yüksektir.
Zhang (2001)	1957-1997 11 gelişmekte olan doğu asya ve Latin Amerika ülkesi	Panel Veri Analizi	DYSY'lerin büyüme üzerindeki etkisinin boyutu ev sahibi ülke koşullarına bağlıdır.
McLean ve Shrestha (2002)	1976-1995 20 gelişmiş, 20 gelişmekte olan ülke ekonomisi	Panel Veri Analizi	DYSY ve portföy yatırımları ekonomik büyümeyi arttırmaktadır.
Campos ve Kinoshita (2002)	1990-1998 Orta ve doğu Avrupa ülkeleri ile Sovyetler Birliği geçiş ülkeleri 25 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY'lerin büyüme üzerinde pozitif ve önemli düzeyde bir etkisi mevcuttur.
Alfaro (2003)	1981-1999 Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler	Panel Veri Analizi	DYSY özellikle ev sahibi ülkede imalat sektöründe pozitif etki yaratarak büyümeyi hızlandırmaktadır. Fakat birincil sektörlerde negatif etki yaratmaktadır.
Choe (2003)	1971-1995 80 ülke	Nedensellik Analizi	DYSY ile büyüme arasında nedensellik ilişkisi mevcuttur. Özellikle bu ilişki DYSY'den büyüme doğru daha belirgindir.
Hsiao ve Shen (2003)	1976-1997 23 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü ilişki vardır.
İnsel ve Sungur (2003)	1989Ç3-1999Ç4 Türkiye	En Küçük Kareler Yöntemi (Ols) Chow Yapısal Kırılma Testi	DYSY'lerin hem reel sektör üzerinde hemde finans sektörü üzerinde pozitif etkisi mevcuttur. Özellikle DYSY'lerden büyüme doğru bir nedensellik mevcuttur.

Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyüme Etkisini Kapsayan Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Bengoa ve Sanchez-Rebles (2003)	1970-1999 18 Latin Amerika ülkesi	Panel Veri Analizi	DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi mevcuttur.
Bende-Nabende vd. (2003)	1965-1999 Asya Pasifik Ekonomik Topluluğu	Panel Veri Analizi	DYSY ev sahibi ülkede çıktı üzerinde doğrudan ya da dolaylı yoldan pozitif etkiye sahiptir.
Hermes ve Lensink (2003)	1970-1995 67 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki yalnızca ülkelerin gelişmiş finans piyasalarına sahip olmasıyla pozitif yön izlemektedir.
Balamurali ve Bogahawatte (2004)	1977- 2003 Sri-Lanka	Zaman Serileri Johansen Nedensellik Analizi	DYSY'ler ekonomik büyüme üzerinde bağımsız bir etkiye sahiptir ve DYSY ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü ilişki mevcuttur.
Durham (2004)	1979-1998 80 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisi yoktur fakat dolaylı etkiler mevcuttur.
Hansen ve Rand (2004)	1970-2000 31 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY'ler ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.
Reynolds vd (2004)	1960-1998 212 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ile telekomünikasyon ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki söz konusudur.
Makki ve Somwaru (2004)	1960-2000 66 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY yerli yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerinde büyük öneme sahiptir.
Li ve Lui (2005)	1970-1994 84 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ile ekonomik büyüme arasında giderek artış gösteren pozitif bir ilişki mevcuttur.
Chowdhury ve Mavrotas (2005)	1969-2000 Şili, Malezya ve Tayland	Toda- Yamamoto Nedensellik Testi	Şili ekonomisinde büyüme oranı DYSY'lerin nedenselidir. Büyüme oranı DYSY girişlerini pozitif yönde etkilemektedir. Malezya ve Tayland'ta ise iki değişken arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur.
Chanda (2005)	1975-1995 57 ülke	Panel Veri Analizi	Sermaye kontrolleri ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde negatif etkisi yaratmaktadır.
Mody ve Murshid (2005)	1979-1999 60 gelişmekte olan ülke	Panel veri analizi	Uzun dönemde sermaye yatırımlarının yurtiçi yatırımlar üzerinde pozitif etki yaratarak, ülkede büyümenin gerçekleşmesinde itici güç sağladığı sonucuna varılmıştır.
Laureti ve Postiglione (2005)	1990-2000 11 Akdeniz ülkesi	Gmm-Dıff Tahmincisi	DYSY'lerin ekonomik büyümeyi açıklamada yetersiz olduğu sonucuna varılmıştır.
Carkovic ve Levine (2005)	1960-1995 72 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY'nin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi mevcutken, portföy yatırımlarının herhangi bir etkisine rastlanmamıştır.

Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyüme Etkisini Kapsayan Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Chowdhury ve mavrotas (2006)	1969-2000 3 Gelişmekte olan ülke: Şili, Malezya ve Tayland	Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Şili ekonomisinde GSYİH, DYSY'nin nedeni olarak saptanmıştır. Ayrıca Malezya ve Tayland'ta DYSY ve büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur.
Değer ve Emsan (2006)	1990-2002 27 Geçiş ekonomisi	Panel Veri Analizi	DYSY geçiş ekonomilerinde büyüme üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.
Hsiao ve Hsiao (2006)	1986-2004 Doğu ve Güney Asya ülkeleri	Granger Nedensellik Testi (Zaman Serileri Analizi) Panel Veri Analiz	DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerinde doğrudan tek yönlü etkileri mevcuttur. Ayrıca DYSY'ler ihracat üzerinde dolaylı etkileri mevcuttur.
Johnson (2006)	1980-2002 90 Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY, ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.
Ghatak ve Halıcıoğlu (2007)	1991-2001 140 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ve ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.
Seetanah ve Khadaroo (2007)	1980-2000 39 Afrika ülkesi	Panel Veri Analizi	DYSY seçilmiş Afrika ülkelerinde ekonomik yapının önemli bir parçasıdır.
Mortaza ve Das (2007)	1980-2004 5 Asya ülkesi	Panel Veri Analizi	DYSY ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. DYSY özellikle yerli yatırımların ve ticarete liberalizasyon artışını sağlayarak ekonomik büyüme oranını arttırmaktadır
Altun ve Mutan (2007)	1984-2006 19 ülke	Panel Veri Analizi	Çalışmanın amacı küresel fon akımlarının gelişmekte olan ülkelere ve Türkiye ekonomisine etkileri ölçmektir. Çalışmanın sonucunda fon akımlarının ülke ekonomileri üzerinde pozitif etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.
Demir (2007)	1996:2-2005:9 Türkiye	Zaman Serileri Analizi	DYSY ve portföy yatırımları ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur
Öztürk ve Kalyoncu (2007)	1975-2004 Türkiye ve Pakistan	Granger Nedensellik Testi	Pakistan'da ekonomik büyüme oranlarındaki artış DYSY'nı olumlu yönde etkilemektedir. Analizde incelenen diğer bir ülke olan Türkiye'de ise değişkenler arasında iki yönlü bir nedensellik mevcuttur.



Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyüme Etkisini Kapsayan Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Alvarado vd. (2007)	1980-2014 19 Latin Amerika ülkesi	Panel Veri Analizi	DYSY'nın ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ülkelerin gelir durumlarına göre farklılık gösterdiği sonucuna varılmıştır. Analize göre DYSY'lerin büyüme üzerindeki etkisi genel olarak ele alındığında olumsuz sonuç ortaya çıkmaktadır. Fakat DYSY'nin özellikle yüksek gelirli ülkelerin üretimleri üzerinde pozitif etki yarattığı, orta ve düşük gelirli ülkeler üzerinde ise negatif etki yarattığı ortaya çıkmıştır.
Alagöz vd. (2008)	1992-2007 Türkiye	Granger Nedensellik Testi	DYSY ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır.
Klein ve Olievei (2008)	1986-1995 138 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	Sermaye hareketlerinin ülkelerin finansal derinlik ve ekonomik büyümeleri üzerinde pozitif etkisi mevcuttur.
Merican (2009)	1970-2001 4 Asya Ülkesi (Malezya, Tayland, Filipinler, Endonezya)	Panel Veri Analizi	Malezya ve Tayland ekonomilerinde DYSY, yerli yatırımlara nispeten ekonomik büyüme üzerinde daha etkindir.
Ferreira ve Laux (2009)	1988-2001 50 Ülke	Panel Veri Analizi	Portföy yatırımları gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde büyümeyi arttırmaktadır.
Duasa ve Kassım (2009)	1991-2006 Malezya	Toda Yamamoto Nedensellik Testi	Ekonomik büyüme performansının portföy yatırımlarını ülkeye çekmede önemli role sahip olduğu bulgusuna varılmıştır.
De Vita ve Kyaw (2009)	1985-2002 126 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi (GMM) Estimation Approach	Yalnızca Düşük seviyede ekonomik kalkınma düzeyinde olan ülkelere DYSY ve portföy yatırımlarının büyüme oranlarını artırıcı etki sağladığı sonucuna varılmıştır.
Anwara ve Nguyen (2010)	1996-2005 61 Vietnam kasabası	Panel Veri Analizi	Analiz sonucunda ülkede eğitim ve öğretime, finans piyasalarının gelişimine ve yabancı ve yerel firmalar arasında teknoloji farkının azaltılmasına daha fazla kaynak ayrıldığı takdirde DYSY'nin ülkenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin artacağı vurgulanmıştır.
Esso (2010)	1970-2007 10 Afrika ülkesi	Panel Veri Analizi	3 Afrika ülkesinde DYSY, büyüme üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.
Vergil ve Karaca (2010)	1980-2005 25 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	Portföy yatırımları ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir.
Wijeweera (2010)	1994-2004 45 Ülke	Panel Veri Analizi	DYSY, sağlamış olduğu yüksek işgücü kalitesi aracılığıyla ülkelerin büyüme oranını pozitif yönde etkilemektedir.
Choong vd (2010)	1988-2002 51 Ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi sağlarken, portföy yatırımlarının ise negatif etkisi mevcuttur.

Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyüme Etkisini Kapsayan Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Tiwari ve Mutascu (2010)	1986-2008 Asya ülkeleri	Panel Veri Analizi	DYSY ve ihracat düzeyleri ülkelerin büyüme oranları üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Bunun yanı sıra ülkede mevcut olan işgücü ve sermayede ekonomik büyüme üzerinde etkilidir.
Agrawal ve Khan (2011)	1993-2009 Çin ve Hindistan	Zaman Serilerin Analizi (EKK)(OLS)	Seçilmiş ülkelerde DYSY'ler büyüme üzerinde etkili rol oynamaktadır.
Hudea ve Stancu (2011)	1993-2009 7 Doğu Avrupa ülkesi	Panel OLS/GMM Nedensellik	DYSY'lerin kısa ve uzun vadede ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi mevcuttur. Bunun yanı sıra DYSY girişleri teknolojik açığı kapatmaktadır.
Ekinci (2011)	1980-2010 Türkiye	Granger Nedensellik Analizi	DYSY ile büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki bulunurken, DYSY ile istihdam arasında bir ilişki yoktur. Ayrıca DYSY ve ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi çift yönlü bir ilişki biçimindedir.
Abbas vd. (2011)	2001-2010 SAARC ülkeleri	Panel Veri Analizi	DYSY ve büyüme arasında pozitif ilişki mevcuttur.
Rachdi ve Saidi (2011)	1990-2009 100 Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	Gelişmiş ülkelerde portföy yatırımları ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaratırken gelişmekte olan ülkelerde ise değişken arsında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
Thangamani ve Zhang (2011)	1995-2008 14 güney asya ülkesi	Panel veri analizi	DYSY'nın hem yatırımcı ülke için hemde ev sahibi ülke için pozitif etki sağlayacağı sonucuna varılmıştır. Özellikle belirli düzeyde beşeri sermayeye sahip ülkelerin büyüme oranlarında DYSY'lerin daha aktif rol oynadığı savunulmuştur.
Gürsoy ve Kalyoncu (2012)	1997-2010 Gürcistan	Zaman Serileri Analizi	Seçilmiş ülkede DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi mevcuttur.
Behname (2012)	1977-2009 Güney asya ülkeleri	Panel Veri Analizi	DYSY büyüme üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Bunun yanı sıra ev sahibi ülkenin beşeri sermaye ve alt yapısını da pozitif yönde etkilemektedir.
Aizenman vd (2013)	1990-2010 100 Ülke	Panel Veri Analizi	DYSY'nin ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde pozitif etkisi mevcuttur. Portföy yatırımlarının ise DYSY'ye nispeten küçük ve istikrarsız bir etkisi olduğu saptanmıştır.
Gürsoy vd (2013)	1997-2010 Azerbaycan, Kırgızistan, Tacikistan, Türkmenistan, Özbekistan	Granger Nedensellik	Azerbaycan ve Türkmenistan ekonomilerinde DYSY, ekonomik büyüme oranlarını pozitif yönde etkilemektedir.

Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyüme Etkisini Kapsayan Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Alam vd (2013)	1980-2009 19 OECD ülkesi	Nedensellik Testi	Uzun vadede ekonomik büyüme ve işgücü verimliliği, DYSY ve işgücü verimliliği arasında çift yönlü bir nedensellik mevcuttur
Aslan, Terzi ve Siampın (2014)	1998-2011 ( üç aylık veri) Türkiye	Granger Nedensellik Testi	Kısa vadeli sermaye hareketlerinden GSYH'ya doğru tek yönlü bir ilişki mevcuttur
Emir ve Kutlu (2014)	1983-2012 Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler	Granger Nedensellik Testi	DYSY ve ekonomik büyüme oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur.
Iqbal vd (2014)	1983-2012 Pakistan	Zaman Serisi Analizi	DYSY ve ekonomik büyüme oranları arasındaki ilişki sınanmıştır. Fakat Pakistan ekonomisine önemli bir düzeyde bir DYSY akışı olmadığından dolayı bir etkiye rastlanamamıştır.
Tabassum ve Ahmed (2014)	1972-2011 Bangladeş	Çoklu Regresyon Modeli (Zaman Serileri)	DYSY'lerden ziyade ülkede gerçekleşen yerli yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi daha fazladır.
Khan ve Mehboob (2014)	1992-2010 59 ülke	Panel Veri Analizi	DYSY ve büyüme arasında çift yönlü bir ilişki mevcuttur.
Rahaman (2015)	1987-2011 Bangladeş	Granger Nedensellik Testi	DYSY ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır. Fakat DYSY, ekonomik büyüme üzerinde etkili olan tek faktör değildir.
Albulescu (2015)	2005-2012 13 ülke	Panel Veri Analiz GMM Yaklaşımı	DYSY ve portföy yatırımlarının uzun vadede ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki sağladığı kanısına varılmıştır.
Yalman ve Koşaroğlu (2017)	1988-2016 Türkiye	Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Türkiye'de DYSY ile işsizlik ve milli gelir arasında nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır.
Yalçınkaya ve Aydın (2017)	1992-2015 Seçilmiş yükselen piyasa ekonomileri	Panel Veri Analizi	Brezilya, Rusya, Endonezya ve Türkiye'de DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerinde pozitif yönlü bir etkisi vardır. Nijerya, Meksika ve Güney Afrika'da ise DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisi mevcut değildir.
Sandalcılar ve Dilek (2017)	2000-2014 44 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY, ihracat ve ekonomik büyüme değişkenleri arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi söz konusudur
Ihum vd (2018)	1986-2016 Nijerya	VAR Analizi ve Granger Nedensellik Testi	DYSY'nin Nijerya ekonomisinin büyümesi üzerinde herhangi bir etkisi mevcut değildir. Fakat ülkede ekonomik büyüme düzeyindeki artış DYSY'nı cezp etmektedir.

Tablo 3.1. DYSY ve Portföy Yatırımlarının Büyüme Etkisini Kapsayan Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Kuzucu (2018)	2005-2015 52 Gelişmekte olan ülke	Panel Veri Analizi	DYSY'nın gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde pozitif etkisi saptanırken, portföy yatırımlarının büyüme üzerindeki etkisi ise istatistiki olarak anlamsızdır
Taşdemir ve Erdaş (2018)	2006 Ç1-2016Ç4 Türkiye	Zaman Serileri Analizi EKK	DYSY'ler ekonomik büyüme üzerinde artış sağlamaktadır.
Clement (2019)	1986-2017 Nigeria	ADF Testi ECM Testi	Nijerya ekonomisinin büyümesi üzerinde Portföy yatırımlarının pozitif ve önemli düzeyde etkisi mevcuttur.
Benli (2019)	2016 33 Gelişmekte olan ve 23 gelişmiş ülke	Yönlendirilmiş Döngüsüz Graflar Analizi	Gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımları ekonomik büyüme performansını takip etmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise ekonomik büyüme dolaylı olarak portföy yatırımlarının bir sonucudur.
Sugözü ve Yaşar (2020)	2001-2018 23 OECD ülkesi	Panel Veri Analizi	Portföy yatırımlarındaki artış ekonomik büyümeyi kısa dönemde etkilerken uzun dönemde iki değişken arasında herhangi bir ilişki yoktur.

DYSY'nin ev sahibi ülkenin istihdamı üzerinde yarattığı etkileri incelemek amacıyla birçok çalışma gerçekleştirmiştir. Bazı çalışmalarda DYSY'nin ülke istihdamı üzerinde herhangi bir etkisine rastlanmazken, bazı analizler sonucunda ise ülke istihdamını arttırdığı sonucuna varılmıştır.

Tablo 3.2. DYSY'nın İşsizliğe Etkilerini Kapsayan Literatür Özeti

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Brainard ve Riker (1997)	1983-1992 ABD	Panel Veri Analizi	DYSY girişlerinin ev sahibi ülkedeki istihdam artışı üzerinde önemli düzeyde bir katkısı yoktur.
Blomström vd (1997)	ABD ve İsveç	EKK yöntemi	ABD'den diğer ülkelere doğru gerçekleşen DYSY ev sahibi ülkede istihdam yaratmaktadır. İsveç'ten diğer ülkelere doğru gerçekleşen yatırımlar genellikle gelişmiş ülkelere doğru yapılmaktadır ve bu ülkelerde nitelikli işgücünün artmasına katkı sağlamaktadır.
Feenstra ve Hanson (1997)	1975-1988 Meksika	OLS	DYSY'nin yoğunlaştığı bölgelerde DYSY'de gerçekleşen artış işgücü ücret payında artışa katkı sağlamaktadır.
Anderson ve Hainaut (1998)	1974-1995 OECD ülkeleri	Panel Veri Analizi	DYSY girişleri ev sahibi ülkede işsizliği azaltmaktadır.
Brady ve Wallace (2000)	1978-1996 ABD	Panel Veri Analizi ve Sabit Etkiler Modeli	DYSY, istihdam ve ücretler üzerinde negatif etki yaratmaktadır.
Mickiewicz vd. (2000)	1993-1996 Merkez Avrupa ülkeleri	Panel Veri Analizi	Ele alınan ülkelerde istihdam DYSY'den pozitif yönde fakat farklı düzeylerde etkilenmektedir.
Golejewska (2002)	Polonya 1993-2000	Zaman Serileri Analizi	DYSY ile kurulan işletmelerdeki istihdam artışı, yerli istihdamda azalışa neden olmaktadır.
Mariotti vd. (2003)	İtalya 1985-1995	Panel Veri analizi	DYSY ve istihdam arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.
Hunya ve Geishecker (2005)	1993-2003 Avrupa ülkeleri	Panel Veri Analizi	Avrupa ülkelerde DYSY girişleri özellikle nitelikli işgücü istihdamında pozitif etki yaratmaktadır.
Fu ve Balasubramanyam (2005)	1978-1990 Çin	GMM	Ülkeye giriş yapan DYSY istihdam üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.
Jayaraman ve Singh (2006)	1970-2003 14 Pasifik Adası ülkeleri (Fiji)	ARDL Sınır Testi	DYSY istihdam üzerinde anlamlı ve olumlu etki yaratmaktadır.
Karagöz (2007)	Türkiye 1970-2005	Zaman Serileri Analizi	DYSY ve istihdam arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.
Onaran ve Stockhammer (2008)	200-2004 Doğu Avrupa ülkeleri	Havuzlanmış EKK	DYSY'nın Slovakya'da işsizlik üzerinde pozitif yönde etki sağladığı görülürken diğer ülkelerde ise anlamlı bir etkisi mevcut değildir.
Ajaga ve Nunnenkamp (2008)	1977-2001 ABD	Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	DYSY'nın ev sahibi ülkenin istihdamı üzerinde pozitif etkisi mevcuttur.

Tablo 3.2. DYSY'nın İşsizliğe Etkilerini Kapsayan Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Rizvi ve Nishat (2009)	1985-2008 Pakistan, Hindistan ve Çin	Panel Veri Analizi	DYSY'nın devlet politikaları ile desteklenmesi istihdam artışında etki yaratmaktadır.
Karlsson vd (2009)	1998-2004 Çin	EKK Yöntemi	Çin ekonomisinde DYSY girişleri istihdam üzerinde önemli düzeyde olumlu etki sağlamaktadır.
Aktar ve Öztürk (2009)	2000: Ç1-2007: Ç4 Türkiye	Vektör Otoregresif Yöntemi	Ülkeye giren DYSY'nın istihdam üzerinde herhangi bir etkisi yoktur
Vergil ve Ayaş (2009)	1992-2006 Türkiye	Panel Veri Analizi	Türkiye'de DYSY girişlerinin sektörler bazında istihdam üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Aynı zamanda en fazla olumsuz etki imalat sektöründe gerçekleşmektedir.
Pinn vd (2011)	1970-2007 Malezya	ARDL Sınır Testi	DYSY ve istihdam arasında uzun dönemde herhangi bir ilişki söz konusu değildir. Fakat kısa dönemde DYSY'den istihdam düzeyine doğru bir nedensellik söz konusudur.
Wacker ve Vadlamannati (2011)	1997-2002 35 ülke	OLS Modeli ve GMM Tahmincisi	Yatay DYSY'nin sanayileşmiş ülkelerde işgücü hakları bağlamında olumsuz etkileri mevcuttur.
Saray (2011)	1970-2009 Türkiye	ARDL Testi	Ülkeye giriş yapan DYSY ile istihdam arasında uzun dönemde bir ilişki yoktur.
Sandalcılar (2012)	1980-2011 Türkiye	Granger Nedensellik Testi	Türkiye'de DYSY ile istihdam arasında anlamlı bir ilişki söz konusu değildir.
Jude ve Pop-Silaghi (2015)	1995-2012 Doğu Avrupa Ülkeleri	Panel Veri Analizi	DYSY'nın istihdam üzerinde pozitif etkisi mevcuttur.
Doğan ve Can (2016)	Türkiye 1970-2011	ARDL Sınır Testi	Ülkeye giren DYSY ülkedeki istihdam düzeyini azaltmaktadır.
Şahin (2016)	1992-2013 SADC ülkeleri	Panel Veri Analizi	İncelenen ülkelerde DYSY ile istihdam arasında pozitif bir ilişki vardır.

Tablo 3.2.'de ele alınan literatür sonuçlarından da görüleceği üzere, ele alınan konu üzerine yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular heterojen niteliğe sahiptir. Diğer bir ifadeyle çalışmalar, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine ya da ekonomik yapılarına göre farklılık içerdiği gibi; ülkelerin sosyal ve siyasal yapılarına göre de farklı sonuçların elde edildiği görülmektedir.

### **3.2. Ekonometrik Yöntem**

Analize konu olan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere olan DYSY girişlerinin, büyüme ve işsizlik oranları üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla panel veri analizi uygulanmıştır. Panel veri analizi kapsamında ilk olarak ülkelerin birbirleriyle ilişkilerini ortaya koyan yatay kesit bağımlılığı testi ile modelin analizine başlanmıştır. İkinci aşamada CADF birim kök testi ile değişkenler aynı düzeyde durağan hale getirilmiştir. Sonrasında eş bütünleşme katsayılarının homojenliği test edilerek ülkelerin homojen ya da heterojen oldukları kanısına varılmıştır. Son olarak yapısal kırılmalı eş bütünleşme tahminleri ve uzun dönem eş bütünleşme katsayıları tahminlerine yer verilmiştir. Böylece ülkelere olan DYSY ve portföy yatırımı girişlerinin, ülke ekonomileri üzerindeki etkilerini ortaya koymak amaçlanmıştır.

#### **3.2.1. Yatay Kesit Bağımlılığı (YKB)**

Yatay kesit bağımlılığı, analize konu olan ülkelerin herhangi birisinde meydana gelen bir şokun diğer ülkeler arasında yayılımını ve ülkelerin birbirlerini etkileme düzeyini göstermektedir. Özellikle son yıllarda küreselleşme kapsamında gerek ekonomik gerekse sosyal alanda tüm ülkeler birbirleri ile etkileşim halindedir. Ülkelerin herhangi birinde yaşanan bir dalgalanma küreselleşme ile birlikte farklı düzeylerde de olsa diğer ülkelerde etkisini göstermektedir. Bunun en önemli örneği 2008 yılında Amerika'da ortaya çıkan ve kısa sürede tüm dünya ekonomisini etkisi altına alan Mortgage Krizi'dir. Dolayısıyla ekonometrik çalışmalarda yatay kesit bağımlılığının ölçülmesi, çalışmanın güvenilirliği için büyük önem arz etmektedir.

Analize konu olan ülkeler arasında YKB'nin varlığının incelenmesi iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki Breusch-Pagan tarafından 1980 yılında ortaya koyulan Lagrange Multiplier (LM) testidir. Diğeri ise 2004 yılında Pesaran tarafından literatüre kazandırılan CDLM analizidir. Analizde, zaman boyutunun yatay kesit boyutundan büyük olduğu ( $T > N$ ) durumlarda Breusch- Pagan (1980) LM testi uygulanmakta iken, zaman

boyutunun ya da yatay kesit boyutunun büyük olması halinde ( $T > N$  ya da  $N > T$ ) ise Pesaran (2004)  $CD_{LM}$  testi uygulanabilmektedir. Bu testler grup ortalaması sıfır fakat bireysel ortalama sıfırdan farklı olduğunda, sapmalı olmaktadır. Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) bu sapmayı, test istatistiğine varyansı ve ortalamayı da ekleyerek düzeltmiştir. Bu nedenle ismi sapmalı düzeltilmiş LM (Lagrange Multiplier Adjusted) ( $LM_{adj}$ ) testi olarak ifade edilmektedir (Pesaran vd., 2008:106).

Berusch-Pagan (1980) tarafından geliştirilen ilk yatay kesit bağımlılığı testi denklem (17)'de yer alan LM testidir (Pesaran, 2004:4-6).

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2, \chi^2 N(N-1)/2 \quad (19)$$

(19) nolu denklemde T zaman boyutunu, N ise yatay kesit boyunu yani analize konu olan ülke sayısını ve  $\hat{\rho}$ , kalıntıların ikili korelasyonunun örnek tahminini ifade etmektedir. Bu testte  $H_0$  hipotezi, yatay kesitler arasında herhangi bir bağlantı olmadığı,  $T \rightarrow \infty$  ve N sabit ise  $\chi^2 N(N-1)/2$  serbestlik düzeyinde asimtotik kıkare dağılımının olduğunu varsayılmaktadır (Pesaran,2004: 4)

$$CD_{Lm} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T\hat{\rho}_{ij}^2 - 1) \quad (20)$$

(20) nolu denklem Pesaran (2004) tarafından LM denkleminin geliştirilmesi sonucunda oluşturulmuş olan  $CD_{Lm}$  denklemdir.  $CD_{Lm}$  testi T'nin ya da N'nin büyük olduğu her iki durumda da kullanılabilir. Bu teste göre,  $T \rightarrow \infty$  ve  $N \rightarrow \infty$  olduğunda  $CD_{Lm}$  testinde bozulmalar ortaya çıkmaktadır. Özellikle N' nin büyümesi halinde sapmalar artış göstermektedir. Bu nedenle de  $N > T$  durumunda daha güvenilir sonuçlara ulaşmak amacıyla Pesaran (2004) tarafından CD testi geliştirilmiştir. CD testi denklemini, Denklem (21)'de gösterilmiştir.

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \quad (21)$$

Sonrasında Pesaran vd. (2008) tarafından test yeniden düzenlenmiş ve  $LM_{adj}$  testi geliştirilmiştir. Düzenleme sonrası Denklem (22) şeklini almıştır.

$$LM_{adj} = \left(\frac{2}{N(N-1)}\right)^{\frac{1}{2}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N T\hat{\rho}_{ij}^2 \frac{(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2 \hat{\mu}_{Tij}}{\hat{\sigma}_{Tij}^2} \sim N(0,1) \quad (22)$$



Yukarıda  $\hat{\mu}_{Tij}$  ortalamayı ifade ederken,  $\nu_{Tij}$  , varyansı temsil etmektedir. Denklemin sonucu asimptotik standart normal dağılımı göstermektedir ( Pesaran, vd. 2008:105-127). Testin hipotezleri;

$H_0$  : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

$H_1$  : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Analiz sonucunda elde edilen olasılık değerleri analizin yatay kesit bağımlılığı açısından değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır. Olasılık değerinin 0,05'ten küçük olması durumunda, %5 anlamlılık düzeyinde,  $H_0$  hipotezi reddedilerek yatay kesit bağımlılığının varlığı anlamına gelen  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir (Pesaran vd., 2008: 105-127).

### 3.2.2. Birim Kök Testi

Panel birim kök testleri birinci ve ikinci nesil panel birim kök testleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birinci nesil birim kök testlerinin en önemli özelliği yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumlarda uygulanabilmesidir. Birinci nesil birim kök testlerinden, Levin, Lin ve Chu(2002), Hadri (2000) ve Breitung(2005) homojenlik varsayımını ele alarak yapılan analizler bağlamında gerçekleştirilirken, Choi (2001), Im, Pesaran ve Shin (2003), Maddala ve Wu (1999) heterojenlik varsayımına dayanan testler olarak uygulanmaktadır.

Yatay kesit bağımlılığının olmaması, analizde kullanılan ülkelerden birinde ortaya çıkan herhangi bir durumun diğer ülkeleri etkilemeyeceği ya da tüm ülkelerin bu şoktan aynı düzeyde etkileneceği anlamına gelmektedir. Özellikle küreselleşme bağlamında incelendiğinde, ülkeler arası etkileşim olmayacağına ya da ülkelerin aynı düzeyde etkileneceğinin varsayılması mümkün değildir.

Yatay kesit bağımlılığının olması durumunda ikinci nesil birim kök testleri uygulanmaktadır. İkinci nesil birim kök testleri herhangi bir ülkede oluşabilecek bir şokun diğer ülkeleri farklı düzeyde etkilemesi durumunu kabul etmektedir. İkinci nesil birim kök testlerinden bazıları; Taylor ve Sarno tarafından 1998 yılında geliştirilen Multivariate Augmented Dickey-Fuller (MADF), Breuer, Mcknown ve Wallace tarafından 2002 yılında geliştirilen Series-Specific Augmented Dickey-Fuller (SURADF), Hadri Krozumi(2012),

Pesaran tarafından 2006 yılında geliştirilen Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller (CADF) ve Carrion-i-Silvestre tarafından 2005 yılında geliştirilen Panel Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (PANKPSS)' dir (Toylar ve Sarno, 1998: 283; Breuer vd, 2002: 527 ;Pesaran, 2007: 265; Carrion-i-Silvestre, 2005: 159).

Bu analizde kullanılan değişkenler için paneli oluşturan ülkeler arasında yatay kesit bağımlılığının tespit edilmesi sonucunda, serilerin durağanlıklarını ölçmek amacıyla ikinci nesil birim kök testlerinden Pesaran tarafından 2007 yılında geliştirilen CADF testi kullanılmıştır. CADF birim kök testi ile serilerin durağanlıkları hem her ülke için ayrı ayrı hesaplanmakta hem de panelin geneli Cross Sectionally IPS (CIPS) olarak ta hesaplanmaktadır. CADF istatistiğinin en önemli özelliği yatay kesit ve zaman boyutunun küçük olduğu durumlarda bile kullanılabilmesidir. Bunun yanı sıra istatistik, zaman boyutunu yatay kesit boyutundan büyük ya da küçük olduğu her iki durumda da tutarlı sonuç vermektedir (Pesaran, 2007: 266-267).

CADF test istatistiği aşağıdaki şekilde tahmin edilmektedir (Pesaran, 2007: 268);

$$y_{it} = (1 - \phi_i) \mu_i + \phi_i y_{i,t-1} + u_{it} \quad (i=1, \dots, N; t=1, \dots, T) \quad (23)$$

Denklem (23)'de  $y_{it}$ 'nin  $i$  yatay kesit düzeyinde ve  $t$  zamanında gözlemlenebilir bir değer olduğu varsayılarak oluşturulmuştur.  $u_{it}$ , hata terimini ifade ederken,  $f_i$ ; Analize konu olan ülkelerin gözlemlenemeyen ortak etkilerini temsil etmektedir.

$$u_{it} = \gamma_i f_i + \epsilon_{it} \quad (24)$$

(23) ve (24) nolu Denklemler birleştirilerek aşağıdaki eşitlik elde edilebilmektedir.

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \beta_i y_{i,t-1} + \gamma_i f_i + \epsilon_{it} \quad (25)$$

(25) nolu Denklem'de,  $\alpha_i = (1 - \phi_i) \mu_i$ ,  $\beta_i = -(1 - \phi_i)$  ve  $\Delta y_{it} = y_{it} - y_{i,t-1}$ 'dir.

Burada  $\phi_i = 1$  olduğu varsayımı ile CADF test istatistiğinin hipotezleri aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir.

$$H_0 : \beta_i = 0 \text{ tüm } i \text{ 'ler için } ( \text{seri durağan değildir} )$$

$$H_1 : \beta_i < 0, i = 1, 2, \dots, N, \beta_i = 0, i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N \quad ( \text{seri durağandır} )$$

Pesaran tarafından 2007 yılında geliştirilmiş olan CADF birim kök testlerinin ortalamasını alınarak panelin geneli için CIPS birim kök test istatistiği hesaplanmaktadır. CIPS istatistiğinin formülasyonu Denklem (26)'da gösterilmektedir (Pesaran, 2007: 277).

$$CIPS(N, T) = N^{-1} \sum_{i=1}^N CADFi \quad (26)$$

Analiz sonucunda çıkan sonuçlar Perasan(2007) makalesinde yer alan tablo değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Analiz sonuçlarının mutlak değerlerinin tablo değerlerinden büyük olması halinde  $H_0$  hipotezi reddedilerek,  $H_1$  hipotezi kabul edilmekte ve serilerin durağan hale geldiği gözlenmektedir

### 3.2.3. Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenliğinin Test Edilmesi

Eş bütünleşme katsayılarının homojenlik testi eş bütünleşme denklemlerinde eğim katsayılarının homojen olup olmadığını belirlemek amacıyla uygulanan bir testtir. Bu alanda ilk çalışmalar Swamy tarafından 1970 yılında başlamıştır. Pesaran ve Yamagata (2008) söz konusu homojenlik testini geliştirmiştir ve teste delta ( $\Delta$ ) testi adını vermiştir. Denklem (27)'te Swamy testi gösterilmektedir.

$$\hat{S} = \sum_{i=1}^N (\hat{\beta}_i - \hat{\beta}_{WFE}) \frac{X_i M_T X_i}{\sigma_i^2} (\hat{\beta}_i - \hat{\beta}_{WFE}) \quad (27)$$

Denklem (27)'deki gibi bir panel eş bütünleşme denkleminde  $\beta_i$  eğim katsayılarının, yatay kesitler bağlamında herhangi bir fark yaratıp yaratmadığını göstermektedir. Testin genel hipotezlerine aşağıda yer verilmiştir.

$H_0 : \beta_i = \beta$  eğim katsayıları homojendir.

$H_1 : \beta_i \neq \beta$  eğim katsayıları homojen değildir.

Analiz sonucunda ortaya çıkan olasılık değeri 0.05'ten büyük olduğu takdirde  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilmekte ve eğim katsayılarının homojen olduğu kabul edilmektedir. Aksi takdirde ise  $H_1$  hipotezi kabul edilerek eğim katsayılarının homojen değil heterojen olduğu ifade edilmektedir.

Hipotezleri test edebilmek amacıyla farklı iki test istatistiği geliştirilmiştir (Pesaran ve Yamagata, 2008:8).

$$\text{Büyük örneklem için: } \hat{\Delta} = \sqrt{N} \left( \frac{N^{-1}S-k}{2k} \right) \sim X_k^2 \quad (28)$$

$$\text{Küçük örneklem için: } \hat{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \left( \frac{N^{-1}S-k}{v(T,k)} \right) \sim N(0,1) \quad (29)$$

Denklem (28) ve (29)'de  $N$ , yatay kesit sayısı,  $S$ , swamy test istatistiği,  $K$ , açıklayıcı değişken sayısı ve  $v(T,k)$ , standart hatayı temsil etmektedir.

### 3.2.4. Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Eş Bütünleşme Testi

Yapısal kırılmalı eş-bütünleşme testi Basher ve Westerlund tarafından 2009 yılında geliştirilmiştir. Yatay kesit bağımlılığının olduğu durumlarda yapısal kırılmaları da dikkate alan test, düzeyde durağan olmayan birinci farklarının alınmasıyla durağan hale gelen seriler arasında eş bütünleşme ilişkisinin varlığını test etmektedir. İstatistiğin en önemli özelliği ülkelerin yapısal kırılma yıllarının da analiz sonucunda verilmesidir (Basher ve Westerlund, 2009:506).

Basher ve Westerlund (2009) test istatistiği (Basher ve Westerlund, 2009:508):

$$Z(M) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^{M_i+1} \sum_{t=T_{ij-1}+1}^{T_{ij}} \frac{S_{it}^2}{(T_{ij}-T_{ij-1})^2 \sigma_i^2} \quad (30)$$

Burada,  $S_{it} = \sum_{s=T_{it-1}+1}^t \hat{W}_{it}$  'dir.  $\hat{W}_{it}$  ise Phillips ve Hansen'in (1990) tümüyle değiştirilmiş en küçük kareler tahmincisi gibi eşbütünleşme vektörünün herhangi bir etkin tahminci kullanılarak elde edilen regresyon kalıntısıdır.  $\hat{\sigma}_i^2$  ise  $\hat{W}'_{it}$  ye dayalı uzun dönem varyans tahmincisidir.

Denklem  $Z(M)$  yatay kesit ortalamaları alınarak sadeleştirildiğinde Denklem (31)'e indirgenmiştir.

$$Z(M) = \sum_{t=T_{ij-1}+1}^{T_{ij}} \frac{S_{it}^2}{(T_{ij}-T_{ij-1})^2 \sigma_i^2} \sim N(0,1) \quad (31)$$

$H_0$  : Bütün yatay kesitler için seriler arasında eş-bütünleşme ilişkisi vardır.

$H_1$  : Bazı yatay kesitler için seriler arasında eş bütünleşme yoktur.

Seriler arasında eş-bütünleşme ilişkisi incelenirken, ele alınan ülkeler arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumda LM test istatistiği 1,645 kritik değeri ile ya da

asimtotik olasılık değeri, 0,05 ile karşılaştırılırken, yatay kesit bağımlılığının olduğu durumda ise bootstrap olasılık değeri 0,05 ile karşılaştırılmaktadır. Hesaplanan testin olasılık değeri 0,05'ten büyük ise  $H_0$  hipotezi kabul edilmekte ve seriler arasında eş-bütünleşmenin varlığına karar verilmektedir.

### 3.2.5. Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayılarının Tahmin Edilmesi

Analiz sonucunda eş bütünleşmenin varlığının ortaya koyulması sonrası analize konu olan ülkelerin tek tek ve panelin genel değerlendirilmesi olarak eş bütünleşme katsayıları hesaplanmaktadır. Eş bütünleşme katsayılarının hesaplanması açısından birçok analiz yöntemi söz konusudur.

Çalışmada kullanılmış olan tahminciler Paseran tarafından 2006 yılında oluşturulan ve yatay kesit bağımlılığını göz önünde bulunduran Common Correlated Effects (CCE) tahmincisi ve Eberhardt ve Bond tarafından 2009 yılında oluşturulan Augment Mean Group Estimator (AMG) kullanılmıştır. Söz konusu tahminciler yatay kesit boyutunun ya da zaman boyutunun büyük olması halinde her iki durumda da analizi mümkün kılmaktadır.

Çalışmada kullanılan CCE tahmincisi T sabit, N sonsuz ya da N ve T sonsuz olması halinde tutarlı sonuçlar vermektedir. Bunun yanı sıra yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmaktadır (Pesaran, 2006: 967-969).

CCE tahmincisi, Denklem (29)'daki panel veri regresyon modeline dayanmaktadır.

$$y_{it} = \alpha'_i d_t + \beta'_i x_{it} + e_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad (32)$$

Denklem (32)'de  $d_t$  gözlemlenebilen ortak etkileri ifade ederken  $e_{it}$  ise hata terimini ifade etmektedir.

CCE modeli kapsamında uzun dönem regresyon katsayılarının tahmin edilmesi amacıyla iki ayrı tahminci geliştirilmiştir. Bunlardan ilki Common Correlated Effects Mean Group (CCEMG), diğeri ise Common Correlated Effects Pooled (CCEP) tahmincisidir (Pesaran, 2006: 970).

CCEMG tahmincisine göre her bir yatay kesit için uzun dönem eş bütünleşme katsayıları Denklem (33)'daki gibi hesaplanmaktadır:

$$\hat{b}_{CCEMG} = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{b}_i \quad (33)$$

CCEP tahmincisine göre ise uzun dönem eş bütünleşme katsayıları Denklem (34)'deki gibi hesaplanmaktadır:

$$\hat{b}_{CCEP} = (\sum_{i=1}^N \theta_i X_i' \bar{M}_D X_i)^{-1} \sum_{i=1}^N \theta_i X_i' \bar{M}_D Y_i \quad (34)$$

Analizde kullanılan bir diğer tahminci ise AMG tahmincisidir. AMG tahmincisi Denklem (35)'deki modele göre oluşturulmuştur.

$$y_{it} = \beta_i' x_{it} + u_{it} \quad u_{it} = \alpha_i + \lambda_i' f_t + e_{it} \quad i=1, \dots, N \text{ ve } t=1, \dots, T \quad (35)$$

Denklem (35)'de  $\alpha_i$ , gruba özgü etkileri ve  $f_t$ , ülkeye özgü etkileri ifade etmektedir (Eberhardt ve Bond, 2009: 2).

### **3.3. Seçilmiş Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Etkileri**

Analizde kullanılan veriler yıllık olarak 1993-2018 dönemini kapsamaktadır. Ülkelerin belirlenmesi aşamasında verilere ulaşım önem teşkil etmiştir. Bu doğrultuda belirlenen yıl aralığında veri kısıtı dikkate alınarak 15 gelişmiş ve 15 gelişmekte olan ülke incelemeye dahil edilmiştir. Gelişmiş ülkeler OECD ülkeleri arasından seçilirken, gelişmekte olan ülkeler ise daha geniş bir skaladan belirlenmiştir.

Analize konu olan gelişmiş ülkeler, Amerika, Almanya, Avustralya, Finlandiya, Fransa, Kore, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, Kanada, Norveç ve Portekiz'dir. Çalışmada kullanılan gelişmekte olan ülkeler ise Brezilya, Bulgaristan, Çin, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Macaristan, Malezya, Meksika, Romanya, Rusya, Şili, Türkiye, Ukrayna ve Uruguay'dır.

#### **3.3.1. Gelişmiş Ülkelere Etkilerinin Ekonometrik Analizi**

İzleyen bölümde DYSY ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme ve işsizlik üzerindeki etkilerini analiz etmek amacıyla yatay kesit bağımlılığı testi, birim kök testi, homojenlik testi, eş bütünleşme testi ve uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahminine yer verilmektedir.

### 3.3.1.1. Veri seti, model ve yöntem

Çalışmanın bu bölümünde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının analize konu olan gelişmiş ülkelerin büyümeleri üzerindeki etkilerini test etmek amacıyla, büyüme ( $Lngdp$ ), doğrudan yabancı sermaye yatırımları ( $Lnfdi$ ), portföy yatırımları ( $Lnportf$ ), faiz oranları ( $Int$ ) ve döviz kuru ( $Rexc$ ) verileri kullanılmıştır. Tablo 3.3'te kullanılan değişkenler ile ilgili açıklayıcı bilgilere yer verilmiştir.

Tablo 3.3. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Açıklama	Birimi	Kaynak	Dönem aralığı
$Lngdp$	Logaritmik kişi başına düşen GSYH	Değer	Dünya Bankası	1993-2018
$Lnfdi$	Logaritmik doğrudan yabancı yatırımların net girişimi	Değer	Dünya bankası	
$Lnportf$	Logaritmik portföy yatırımı net girişleri	Değer	Dünya Bankası	
$Int$	Para politikası faiz oranı	Oran	Imf	
$Exc$	Logaritmik reel efektif döviz kuru (2010=100)	Oran	Dünya Bankası	

Analize konu olan verilerin güvenilirliğinin sağlanması ve tutarlı sonuçlar elde etmek amacıyla veriler, Dünya Bankası, The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), International Monetary Fund (IMF), United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) veri tabanlarından oluşturulmuştur.

Modelde büyüme oranı ( $Lngdp$ ) bağımlı değişken, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ( $Lnfdi$ ), portföy yatırımları ( $Lnportf$ ), faiz oranı ( $Int$ ) ve döviz kuru ( $Rexc$ ) değişkenleri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Özellikle faiz oranı ve döviz kuru değişkeni analizde kontrol değişkeni olarak yer almaktadır.

$$Lngdp = \beta_{0it} + \beta_{1it}Lnfdi + \beta_{2it}Lnportf + \beta_{3it}Int + \beta_{4it}Exc + u_{it} \quad (36)$$

Denklem (36)'da  $\beta_0$ , sabit terimi ve  $u_{it}$ , hata terimini ifade etmektedir.

Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz Gauss 20 ve Stata 11 programları kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilen analiz kapsamında incelenmiştir. Birim kök testi olarak, Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CADF testi kullanılmıştır. Eş bütünleşme katsayılarının homojenliğinin test edilmesi amacıyla, Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen delta ( $\Delta$ ) testi kullanılmıştır. Yapısal kırılmalı eş-bütünleşme testi olarak Basher ve

Westerlund (2009) tarafından geliştirilen test kullanılmıştır. Eş bütünleşme katsayılarının analizinde ise Eberhardt ve Bond (2009) tarafından geliştirilen AMG tahmincisine yer verilmiştir.

### 3.3.1.2. Yatay kesit bağımlılığı

Yatay kesit bağımlılığı; analize konu olan ülkelerden herhangi birisinde gerçekleşmekte olan bir şokun diğer ülkeler üzerindeki etkisini göstermektedir. Ülkelerarası yatay kesit bağımlılığının olması büyük önem teşkil etmektedir. Ülkenin herhangi bir ekonomik partnerinde ortaya çıkan olumlu ya da olumsuz bir durum sonrasında, ülkenin ne düzeyde etkileneceğini saptanarak önlem alma yoluna gidilmektedir. Yatay kesit bağımlılığı; özellikle söz konusu ülkelerin siyasi yapıcıları ve ekonomik aktörleri açısından karar alma aşamasında dikkate alınmaktadır.

Yatay kesit bağımlılığının çıkması küreselleşen dünyada gerek doğrudan yatırımlar gerekse portföy yatırımları anlamında ülkelerin birinde ortaya çıkan olumlu veya olumsuz durumdan diğer ülkelerin de etkileneceğini göstermektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında gerek ülkeler arasındaki finansal bağlantılar gerekse ticari bağlantılar önemli rol oynamaktadır.

Yatay kesitin varlığının tespiti sonucunda ülkelerde gerçekleşen şokların diğer ülkeleri de etkilediği anlamı ortaya çıkmaktadır. Yatay kesitin olmadığı durumlarda ise bir ülkede ortaya çıkan ekonomik şok diğer ülkeler üzerinde etki göstermemektedir. Tablo 3.4'te LM (Breusch, Pagan 1980), CDLM (Pesaran 2004), CD (Pesaran 2004) ve  $LM_{adj}$  yatay kesit bağımlılığı sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 3.4. Gelişmiş Ülkelerde Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

	<b>Lngdp</b>	<b>Lnfdi</b>	<b>Lnportf</b>	<b>İnt</b>	<b>Exc</b>	<b>Eş Bütünleşme Denklemleri</b>
LM Testi	738.786 (0.000)	117.022 (0.199)	206.258 (0.000)	577.585 (0.000)	451.718 (0.000)	527.078 (0.000)
CD <sub>LM</sub> Testi	43.735 (0.000)	0.830 (0.203)	6.987 (0.000)	32.611 (0.000)	23.926 (0.000)	29.126 (0.000)
CD Testi	-1.391 (0.082)	-2.374 (0.009)	-2.388 (0.008)	1.989 (0.023)	1.074 (0.141)	19.684 (0.000)
LM <sub>adj</sub> Testi	33.628 (0.000)	7.604 (0.000)	-1.209 (0.887)	17.709 (0.000)	9.033 (0.000)	7.305 (0.000)

**Not:** Parantez içerisindeki değerler, olasılık değerlerini ifade etmektedir. Olasılık değerlerinin asimptotik olarak normal dağıldığı varsayılmaktadır.



Tablo 3.4.'te, LM (Breusch, Pagan 1980),  $CD_{LM}$  (Pesaran 2004), CD (Pesaran 2004) ve  $LM_{adj}$  olmak üzere yatay kesit bağımlılığı testlerine yer verilmiştir. Değişkenler ayrı ayrı ele alındığında ise  $Lngdp$  (büyüme) değişkeni için, LM,  $CD_{LM}$  ve  $LM_{adj}$ ,  $Lnfdi$  (DYSY) değişkeni için, CD ve  $LM_{adj}$ ,  $Lnportf$  (portföy yatırımı) değişkeni için, LM,  $CD_{LM}$  ve CD,  $Int$  değişkeni için, testlerin tümü,  $Exc$  değişkeni için ise LM,  $CD_{LM}$  ve  $LM_{adj}$  testlerinin olasılık değerleri %5'ten küçük olarak saptanmıştır. Bunun sonucunda ise yatay kesit bağımlılığının olmadığını ifade eden  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde güçlü bir şekilde reddedilerek değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının varlığını ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

LM,  $CD_{LM}$ , CD ve  $LM_{adj}$  testlerinde eş bütünleşme denkleminin olasılık değerinin 0,05'ten küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilerek eş bütünleşme denkleminde yatay kesit bağımlılığının olduğu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Bu doğrultuda analizin sonraki aşamalarında yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil birim kök testleri ve eş bütünleşme testlerine yer verilmiştir.

### 3.3.1.3. Birim kök testi

Yatay kesit bağımlılığı testi sonrasında birim kök testleri uygulanmaktadır. Modelde ve değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının varlığı nedeniyle ikinci nesil birim kök testleri arasında yer alan CADF birim kök testi kullanılmıştır. CADF birim kök testinin en önemli özelliği test sonuçlarının ayrı ayrı ülkeler bazında ve modelin ortalaması alınarak CIPS istatistik değeri olarak modelin geneli için sonuçlar vermesidir. CADF birim kök testi uygulamasında tüm değişkenlerin ülkeler bağlamında, panelin geneli için düzeyde ve farkı alınarak değerlere ulaşılmaktadır. Bu değerler sonucunda modelin durağan hale gelmesi sağlanmaktadır (Pesaran, 2007: 265-312).

Tablo 3.5. Gelişmiş Ülkelerde Büyüme (Lngdp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Ülkeler	Sabitli		Kritik Tablo Değerleri		
	$\Delta \text{Lngdp}$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Amerika	-2,74	1	-4,12	-3,36	-2,98
Almanya	-1,77	2	-4,12	-3,36	-2,98
Avusturalya	-1,70	3	-4,12	-3,36	-2,98
Finlandiya	-3,81**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Fransa	-3,75**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kanada	-3,68**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kore	-3,64**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hollanda	-4,11**	1	-4,12	-3,36	-2,98
İngiltere	-2,12	2	-4,12	-3,36	-2,98
İspanya	-5,16*	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsveç	-1,74	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsviçre	-2,57	1	-4,12	-3,36	-2,98
İtalya	-3,39**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Norveç	-4,29*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Portekiz	-1,88	2	-4,12	-3,36	-2,98
PANEL CIPS	-3,094*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \* ,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.5.'te büyüme (Lngdp) değişkeni serisinin analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testi kapsamında birinci derece farkı alınmış haline ve sırasıyla %1, %5, %10 kritik tablo değerlerine yer verilmiştir<sup>4</sup>. Tablo 3.5 incelendiğinde, ülkeler bazında büyüme (Lngdp) değişkeninin I(1) düzeyinde, Finlandiya, Fransa, Kanada, Kore, Hollanda, İspanya, İtalya ve Norveç için durağan olduğu tespit edilmiştir. Diğer yandan panelin genelini ifade eden CIPS istatistiği sonucuna göre de, I (1) düzeyinde büyüme (Lngdp) serisinin birim kök içermediği yani durağan olduğu görülmektedir. Buna göre panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Panelin geneli için serinin I(1) düzeyinde durağan olması eş bütünleşme testlerinin uygulanabilir olduğunu göstermektedir.

<sup>4</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)'den CIPS kritik tablo değerleri ise 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007: 265-312).

Tablo 3.6. Gelişmiş Ülkelerde DYSY (Lnfdi) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Ülkeler	Sabitli-Trendli		Kritik Tablo Değerleri		
	$\Delta \text{Lnfdi}$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Amerika	-1,98	3	-4,67	-3,88	-3,49
Almanya	-4,09*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Avusturalya	-3,90**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Finlandiya	-4,37**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Fransa	-4,48**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Kanada	-5,20*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Kore	-4,04**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Hollanda	-5,06*	1	-4,67	-3,88	-3,49
İngiltere	-3,85***	1	-4,67	-3,88	-3,49
İspanya	-2,25	2	-4,67	-3,88	-3,49
İsveç	-1,89	4	-4,67	-3,88	-3,49
İsviçre	-4,96*	1	-4,67	-3,88	-3,49
İtalya	-4,53**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Norveç	-3,70***	1	-4,67	-3,88	-3,49
Portekiz	-3,79***	2	-4,67	-3,88	-3,49
PANEL CIPS	-3,87*		-2,96	-2,76	-2,66

**Not:** \* ,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.6.'da birinci derece farkı alınmış DYSY (Lnfdi) değişkeni serisi için CADF birim kök testine ve sırasıyla %1, %5 ve %10 kritik tablo değerlerine yer verilmiştir<sup>5</sup>. Ülkeler bazında değerlendirildiğinde, I(1) düzeyinde serinin Amerika, İspanya ve İsveç dışında kalan diğer ülkelerde birim kök içermediği ve durağan olduğu gözlemlenmektedir. Ayrıca panelin geneli için incelendiğinde ise I(1) düzeyinde serinin durağan olduğu tespit edilmiştir. Buna göre,  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

<sup>5</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 276. sayfasındaki tablo I(c)' den, CIPS kritik tablo değerleri 281. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007:265-312).

Tablo 3.7. Gelişmiş Ülkelerde Uluslararası Portföy Yatırımı (Lnportf) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Ülkeler	Sabitli		Kritik Tablo Değerleri		
	$\Delta \text{Lnportf}$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Amerika	-12,60*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Almanya	-4,11**	2	-4,12	-3,36	-2,98
Avusturalya	-3,34***	3	-4,12	-3,36	-2,98
Finlandiya	-2,97	3	-4,12	-3,36	-2,98
Fransa	-3,89**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kanada	-3,25***	3	-4,12	-3,36	-2,98
Kore	-2,57	4	-4,12	-3,36	-2,98
Hollanda	-2,11	3	-4,12	-3,36	-2,98
İngiltere	-0,12	2	-4,12	-3,36	-2,98
İspanya	-2,75	3	-4,12	-3,36	-2,98
İsveç	-4,82*	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsviçre	-2,46	3	-4,12	-3,36	-2,98
İtalya	-5,20*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Norveç	-5,42*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Portekiz	-5,81*	1	-4,12	-3,36	-2,98
PANEL CIPS	-4,09*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenlerin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.7.'de uluslararası portföy yatırımı (Lnportf) değişkeni serisinin I (1), ülkeler bazında ve panelin geneli için CADF birim kök testi sonuçlarına yer verilmiştir<sup>6</sup>. Ayrıca kritik tablo değerleri %1, %5, %10 olmak üzere sırasıyla gösterilmektedir. Sonuçlar, analize konu olan ülkeler düzeyinde incelendiğinde, serinin Amerika, Almanya, Avusturalya, Fransa, Kanada, İsveç, İtalya, Norveç ve Portekiz için durağan olduğu diğer ülkeler için ise birim kök içerdiği görülmektedir. CIPS istatistiğine göre ise panelin genelinin I(1)'de durağan olduğu tespit edilmiştir. Yani panelin geneli için serinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Serinin durağan olması sonucunda eş bütünleşme testlerine uygundur.

<sup>6</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Paseran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)' den CIPS kritik tablo değerleri 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Paseran, 2007:265-312).

Tablo 3.8. Gelişmiş Ülkelerde Faiz Oranı (Int) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli		Kritik Tablo Değerleri			
Ülkeler	$\Delta Int$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Amerika	-3,71**	2	-4,12	-3,36	-2,98
Almanya	-2,82	1	-4,12	-3,36	-2,98
Avusturalya	-4,23*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Finlandiya	-3,32***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Fransa	-2,15	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kanada	-3,52**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kore	-2,25	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hollanda	-4,12*	1	-4,12	-3,36	-2,98
İngiltere	-3,18***	1	-4,12	-3,36	-2,98
İspanya	-3,65**	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsveç	-3,10***	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsviçre	-3,31***	1	-4,12	-3,36	-2,98
İtalya	-3,73**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Norveç	-3,26***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Portekiz	-4,22*	1	4,12	-3,36	-2,98
PANEL CIPS	-3,37*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \* ,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenlerin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.8.'de analize konu olan ülkeler için ve panelin geneli için faiz oranları (Int) serisinin birinci farkı alınmış CADF test istatistiğine yer verilmiştir. Faiz oranları (Int) serisinin, Amerika, Avusturalya, Finlandiya, Kanada, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya, Norveç ve Portekiz için I(1) düzeyinde durağan olduğu tespit edilmiştir. CIPS istatistik değerleri incelendiğinde ise serinin durağan olduğu görülmektedir. Bunun sonucunda panelin geneli için serinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

Tablo 3.9. Gelişmiş Ülkelerde Döviz Kuru (Exc) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli		Kritik Tablo Değerleri			
Ülkeler	$\Delta Exc$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Amerika	-1,41	4	-4,12	-3,36	-2,98
Almanya	-4,39*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Avusturalya	-2,10	3	-4,12	-3,36	-2,98
Finlandiya	-6,62*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Fransa	-3,83**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kanada	-3,46**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kore	-4,02**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hollanda	-3,10***	1	-4,12	-3,36	-2,98
İngiltere	-2,96	1	-4,12	-3,36	-2,98
İspanya	-2,02	3	-4,12	-3,36	-2,98
İsveç	-3,50**	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsviçre	-4,53*	1	-4,12	-3,36	-2,98
İtalya	-2,48	1	-4,12	-3,36	-2,98
Norveç	-2,45	3	-4,12	-3,36	-2,98
Portekiz	-2,90	1	-4,12	-3,36	-2,98
PANEL CIPS	-3,32*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \* ,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenlerin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.9.'da döviz kuru (Exc) değişkeni serisinin analize konu olan ülkeler kapsamına ve panelin geneli için CADF birim kök testi sonuçlarına yer verilmiştir<sup>7</sup>. Analiz kapsamında serinin birinci farkı alınmıştır. Ayrıca sırasıyla %1, %5 ve %10 kritik tablo değerlerine yer verilmiştir.

Tablo 3.9 ülkeler bazında incelendiğinde, döviz kuru (Exc) serisinin I(1) düzeyinde, Almanya, Finlandiya, Fransa, Kanada, Kore, Hollanda, İsveç ve İsviçre için durağan olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan panelin genelini ifade eden CIPS istatistiği sonucuna göre ise I(1) düzeyinde döviz kuru (Exc) serisinin birim kök içermeyip durağan olduğu görülmektedir. Buna göre panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

CADF birim kök testi sonucunda elde edilen CIPS istatistik değeri analize dahil olan tüm serilerin I(1) düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir. Serinin I(1) durağan

<sup>7</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)' den alınırken, CIPS kritik tablo değerleri ise 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007:265-312).

olması eş bütünleşme testinin yapılabilmesi için bir ön koşul niteliğindedir. Dolayısıyla analizin sonraki aşamalarında yapısal kırılmalı eş bütünleşme testlerine yer verilmiştir.

### 3.3.1.4. Eş bütünleşme katsayılarının homojenliğinin test edilmesi

Tablo 3.10'da analize konu olan gelişmiş ülkeler kapsamında eş bütünleşme katsayıları delta homojenlik testine yer verilmiştir.

Tablo 3.10. Gelişmiş Ülkeler İçin Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenlik Testi

	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
$\hat{\Delta}$	2.414	0.008
$\hat{\Delta}_{adj}$	2.566	0.005

Tablo 3.10.'deki olasılık değerleri incelendiğinde, değerlerin 0.05'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu da modelin eğim katsayılarının homojen olduğunu ifade eden  $H_0$  hipotezinin güçlü bir şekilde reddedilerek, modelin sabit ve eğim katsayılarının heterojen olduğu anlamına gelen  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Bu durum modelin eş bütünleşme katsayı tahminlerinin ve yorumlarının özellikle panele konu olan ülkeler bazında yorumlanabilir sonuçlar ortaya koyduğunu ifade etmektedir.

### 3.4.1.5. Çoklu yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testi

Yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi olarak Basher ve Westerlund (2009) tarafından geliştirilen çoklu yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi kullanılmıştır. Test ilk olarak eş bütünleşme analizlerini, sonrasında ise analize konu olan ülkelerin yapısal kırılma yıllarını vermektedir.

Tablo 3.11. Gelişmiş Ülkeler İçin Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Eş Bütünleşme Testi

	LM test istatistiği sonucu	Asimtotik olasılık değeri (YKB yoktur)	Karar	Bootstrap olasılık değeri (YKB vardır)	Karar
<b>Kırılmaların dikkate alınmadığı durum</b>					
<b>Sabitte</b>	15.696	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.003	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.
<b>Sabitte ve trendde</b>	7.512	0.000	Eş- bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.006	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.
<b>Kırılmaların dikkate alındığı durum</b>					
<b>Sabitte</b>	16.822	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.255	<i>Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.</i>
<b>Sabitte ve trendde</b>	23.422	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.864	<i>Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.</i>

**Not:** Çoklu yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testinde olasılık değerleri bootstrap kullanılarak 1000 döngü ile elde edilmiştir.

Tablo 3.11.'de gelişmiş ülkeler için yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi sonuçlarına yer verilmiştir. Tablo 3.11.'de yer alan asimptotik olasılık değeri, modelde yatay kesit bağımlılığı olmadığı durumlarda yorumlanırken, bootstrap olasılık değeri ise, yatay kesit bağımlılığının varlığı durumunda yorumlanmaktadır. Analiz sonucu sabitte, sabitte ve trendde olmak üzere iki farklı şekilde elde edilmiştir. Bunun yanı sıra Tablo 3.11'de yapısal kırılmaların dikkate alınması halinde ya da kırılmaların dikkate alınmadığı durumlarda eş bütünleşme test sonuçları mevcuttur. Analizin ilk aşamasında yapılmış olan yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda modelde yatay kesit bağımlılığının olduğu belirlenmiştir. Bundan dolayı yatay kesit bağımlılığının olduğu durumlarda değerlendirilen bootstrap olasılık değerleri ele alınmaktadır. Ayrıca analizde yapısal kırılmalara yer verilmiştir. Dolayısıyla da yapısal kırılmaların sabitte, sabitte ve trendde olduğu durumlar eş bütünleşme analizinde yorumlanmaktadır.

Tablo 3.11.'e göre, yatay kesit bağımlılığı ve kırılmaların dikkate alınması halinde ortaya çıkan bootstrap olasılık değerleri 0,05 olasılık değerinden büyüktür. Dolayısıyla %5 anlamlılık düzeyinde eş bütünleşme ilişkisinin varlığını ifade eden  $H_0$  hipotezi kabul edilirken  $H_1$  hipotezi reddedilmektedir. Modelde eş bütünleşmenin varlığı, ülkelerin özellikle uzun dönemde eş güdümlü olarak hareket ettiğini göstermektedir. Bu da bize ülkeler açısından katsayıların yorumlanabilir olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 3.12. Gelişmiş Ülkelerin Yapısal Kırılma Tarihleri

Ülkeler	1.Yapısal Kırılma	2.Yapısal kırılma	3.Yapısal kırılma
Amerika	2008	-	
Almanya	1999	2008	
Avusturalya	1999	2011	
Finlandiya	1999	2008	
Fransa	1999	2008	
Kanada	2002	2010	
Kore	2003	2010	
Hollanda	1999	2008	
İngiltere	1999	2007	
İspanya	2002	2008	
İsveç	2002	2009	
İsviçre	2002	2010	
İtalya	1999	2008	
Norveç	2000	2006	2012
Portekiz	2002	2008	

**Not:** Yapısal kırılma tarihlerine, çoklu yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi sonucunda ulaşılmıştır. Sabitli trendli model kullanılmış ve maksimum kırılma sayısı 3 olarak alınmıştır. Yapısal kırılma tarihleri 1000 tekrarlı bootstrap dağılımı ile elde edilmiştir.



Tablo 3.12.'de, analize konu olan gelişmiş ülke ekonomilerinin yapısal kırılma yıllarına yer verilmiştir. Analiz sonucunda Almanya, Hollanda, Finlandiya, Fransa ve İtalya gibi ülkelerde 2008 yılında yapısal kırılmanın yaşandığı görülmektedir. 2008 yılında ABD konut piyasasında ortaya çıkan kriz kısa sürede tüm dünya ülkeleri üzerinde olumsuzlukların yaşanmasına neden olmuştur. Tablo 3.12. incelendiğinde 2008 yılı ve sonrası analize konu olan gelişmiş ülkelerin çoğunda yapısal kırılmaların varlığı görülmektedir. Kriz'in etkisiyle birçok ülkede dış ticaret yavaşlamış bunun yanı sıra DYSY ve portföy yatırımı girişlerinde önemli düzeyde azalış ortaya çıkmıştır. Bu durum da ülke ekonomisinde yapısal kırılmaların oluşmasına neden olmuştur.

### 3.3.1.6. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesi

Tablo 3.13.'te, DYSY ve uluslararası portföy yatırımlarının ülkelerin büyümeleri üzerindeki etkisi panelin geneli için ve analize konu olan gelişmiş ülkeler için ayrı ayrı ele alınmıştır. Aşağıdaki analizde eş bütünleşme katsayılarına ulaşmak için Eberhardt ve Bond tarafından 2009 yılında oluşturulan AMG tahmincisi kullanılmıştır.

Tablo 3.13. Gelişmiş Ülkelerin Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayıları

Ülkeler	Lnfdi	t-ist	Lnportf	t-ist	Int	t-ist	Exc	t-ist
Amerika	0.021	1.26	-8.82e-06	-0.48	-0.023	-2.35**	0.009	7.95*
Almanya	-0.019	-2.55*	-9.26e-06	-0.45	-0.043	-5.79*	0.014	6.82*
Avustralya	-0.008	-0.19	-0.00004	-1.78**	-0.042	-3.99*	0.018	7.09*
Finlandiya	0.021	2.80*	1.60e-06	0.33	-0.016	-3.45*	0.012	6.95*
Fransa	-0.005	-1.25	3.88e-06	0.36	-0.012	-4.40*	0.014	16.97*
Kanada	0.017	1.93**	5.70e-07	0.04	-0.044	-4.68*	0.007	4.88*
Kore	0.017	0.63	-0.00001	-0.81	-0.043	-5.37*	0.005	7.44*
Hollanda	0.013	1.96**	-3.42e-06	-0.46	0.002	0.44	0.011	6.43*
İngiltere	0.018	1.63***	0.00002	0.91	-0.0006	-0.11	0.010	8.72*
İspanya	0.022	1.51***	-1.49e-06	-0.11	-0.019	-3.15*	0.030	6.16*
İsveç	0.002	0.37	3.04e-06	0.37	-0.020	-4.73*	0.007	7.25*
İsviçre	-0.003	-0.31	8.02e-06	0.60	0.017	1.42***	0.015	9.65*
İtalya	0.008	1.81**	6.14e-06	0.64	0.007	2.52*	0.019	9.79*
Norveç	0.015	1.59***	8.01e-08	0.66	-0.020	-2.04*	0.012	5.04*
Portekiz	-0.007	-1.17	1.86e-06	0.26	-0.009	-5.40*	0.021	9.07*
Panel genel	0.007	2.20**	-2.09e-06	-0.62	-0.018	-3.55*	0.014	8.18*

**Not:** t istatistiğın hesaplanmasında; Newey-West değişen varyans standart hatası kullanılmıştır. Tablo değerleri %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1.29, 1.66 ve 2.36'dir. Değerler \*\*\*, \*\* ve \* ile sembolize edilmiştir.

Analiz sonucunda, analize konu olan gelişmiş ülkeler kapsamında, DYSY'deki % 10'luk artışın, ekonomik büyümeyi %0,07 oranında arttırdığı görülmektedir. Ülkeye giriş yapan DYSY'nın artması ilk olarak üretim düzeyini ve ihracat düzeyini arttırarak ülke ekonomisi üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Ülkeler bazında incelendiğinde, Almanya,

Finlandiya, Kanada, Hollanda, İngiltere, İspanya, İtalya ve Norveç olma üzere sekiz ülkenin DYSY eş bütünleşme katsayılarının anlamlı ve açıklanabilir düzeyde olduğu görülmektedir. Finlandiya’da DYSY girişlerindeki yüzde 10’luk artış, ekonomik büyüme üzerinde %0,21 düzeyinde artış sağlamakta iken Kanada’da ise DYSY girişlerindeki %10’luk artış ekonomik büyümeyi %0,17 oranında Hollanda’da ise DYSY’nin %10 artması ekonomik büyümeyi %0,13 oranında arttırmaktadır. İngiltere’de DYSY girişlerinde %10’luk artışın büyüme oranını %0,18 oranında arttırdığı İtalya’da ise yabancı yatırım girişlerindeki %10’luk artış ülkenin ekonomik büyümesini %0,08 düzeyinde arttırdığı görülmektedir.

Faiz oranı değişkeni ele alındığında ise, panelin geneli için, değişkenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin anlamlı ve açıklanabilir düzeyde olduğu görülmektedir. Faiz oranlarındaki %10’luk artış, ülkelerin ekonomik büyüme düzeyini %0,18 oranında azaltmaktadır. Ülkeler bazında incelendiğinde ise, analize konu olan ülkelerin çoğunda faiz oranlarını ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerindeki etkisi anlamlı ve yorumlanabilir düzeydedir.

Ülkelerin faiz oranlarının yüksek seyretmesi, söz konusu ülkelerin siyasi ya da ekonomik yapılarında sorunların varlığını ve ülkenin risk düzeyinin yükseldiğini ifade edebilmektedir. Bunun yanı sıra yüksek faiz, ülkelerdeki tüketim ve yatırımların azalmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla da ülkenin ekonomik büyümesi bu durumdan olumsuz etkilenebilmektedir.

Literatürde faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında ilişkiyi analiz etmek amacıyla birçok çalışma gerçekleştirilmiştir. Finansal liberalizmin büyük önem teşkil ettiği yıllarda Fry (1978) ve Boskin (1978) gerçekleştirdikleri çalışmalar sonucunda, faiz oranlarındaki artışın, tasarruf ve sermaye akımları yolu ile ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yaratacağı sonucuna ulaşmışlardır. Barro (1990), Harvey (1988), Moyo ve Roux (2018), Kuttner ve Mosser (2002) de analizleri sonucunda faiz oranlarının ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde olumlu etki yarattığını vurgulamışlardır. Bunun aksine, Neo-Keynesyen ve Post-Keynesyen yaklaşım faiz oranlarındaki artışın tasarruf ve yatırım kanalından ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini savunmaktadır. Nicolas( 2010), Low ve Chan (2017) ve Karagöl ve Ortakaya(2014) tarafından yapılan analizler sonucunda da faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yarattığı bulgusuna rastlanılmıştır.

Analize konu olan bir diğerk değişken ise döviz kuru değişkenidir. Tablo 3.13 incelendiğinde, döviz kuru katsayısının ölkelerin tümü ve panelin geneli için anlamlı ve açıklanabilir düzeyde olduğu görölmektedir. Panelin geneli kapsamında ele alındığında döviz kurundaki %10'luk artışın ekonomik büyümeye %0,14 oranında katkı sağladığı görölmektedir. Döviz kurundaki değişmeler özellikle ölkelerin ekonomilerini ihracat ve ithalat açısından etkilemektedir. Döviz kurundaki artış, ölkelerin ihracattan elde ettiği gelirin artmasına sağlamaktadır. Bu çerçevede son yıllarda gelişmiş ölkelerde “kur savaşları” bağlamında para biriminin değerinin düşürölmesi sonucunda uluslararası alanda rekabet gücünün artırılması, ihracatın artırılması bununda büyümeye pozitif katkısının sağlanması amaçlanmıştır. Diğerk açıdan ise döviz kurundaki artış ithalatı azaltmaktadır. Fakat bazı durumlarda ölkelerin ithalat miktarını azaltması mümkün olmayabilir. Eğer ölkelerin ihracat miktarları ithalat miktarlarının üzerinde gerçekleşmekte ise döviz kurundaki artış ölkelerin ekonomisi üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

### **3.3.2. Gelişmekte Olan Ölkelere Etkilerinin Ekonometrik Analizi**

Çalışmanın bu kısmında gelişmekte olan ölkelerin açısından doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve uluslararası portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri incelenmektedir. Bu doğrultuda yatay kesit bağımlılığı testi, birim kök testi, homojenlik testi ve yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi uygulanmıştır. Son aşamada ise uzun dönem eş bütünleşme katsayıları tahmin edilmiştir.

#### **3.3.2.1. Veri seti, model ve yöntem**

Çalışmanın bu bölümünde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve uluslararası portföy yatırımlarının analize konu olan ölkelerin büyümeleri üzerindeki etkilerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, büyüme oranları (Ingdp), doğrudan yabancı sermaye yatırımları (Infdi), portföy yatırımları (Inportf), faiz oranları (Int) ve döviz kuru (Exc) verileri kullanılmıştır.

Tablo 3.14. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Açıklama	Birimi	Kaynak	Dönem aralığı
Lngdp	Logaritmik Kişi başına düşen GSYH	Değer	Dünya Bankası	1993-2018
Lnfdi	Logaritmik doğrudan yabancı yatırım net girişi	Değer	Dünya Bankası	
Lnportf	Logaritmik portföy yatırımı girişleri	Değer	Dünya Bankası	
Int	Para politikası faiz oranı	Oran	Imf	
Exc	Logaritmik nominal efektif döviz kuru	Oran	Dünya Bankası	

Tablo 3.14.'te kullanılan değişkenler ile ilgili açıklayıcı bilgilere yer verilmiştir. Modelde büyüme oranı (Lngdp) bağımlı değişken, doğrudan yabancı sermaye yatırımları (Lnfdi), uluslararası portföy yatırımları (Lnportf), faiz oranı (Int) ve döviz kuru (Exc) bağımsız değişken olarak kullanılmaktadır. Faiz oranı (Int) ve döviz kuru (Exc) değişkenleri modelde kontrol değişkeni olarak yer almaktadır.

Modelin düzenlenmiş şeklinde aşağıda yer verilmiştir.

$$Lngdp = \beta_0it + \beta_1it Lnfdi + \beta_2it Lnportf + \beta_3itInt + \beta_{4it}Exc + u_{it} \quad (37)$$

Denklem (37)'de  $\beta_0$ , sabit terimi ve  $u_{it}$ , hata terimini ifade etmektedir.

Analizde daha güvenilir sonuçlara ulaşmak amacıyla veriler, Dünya Bankası, the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), International Monetary Fund (IMF), United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) veri tabanlarından elde edilmiştir.

Çalışmada panel veri analizi kapsamında Gauss 20 ve Stata 11 programları uygulanmıştır. Yatay kesit bağımlılığı, Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilen analiz ile incelenmiştir. Birim kök testi olarak, Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CADF testi kullanılmıştır. Eş bütünleşme katsayılarının homojenliğinin test edilmesi amacıyla, Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen delta ( $\Delta$ ) testi kullanılmıştır.

Yapısal kırılmalı eş-bütünleşme testi olarak Basher ve Westerlund (2009) tarafından geliştirilen test kullanılmıştır. Eş bütünleşme katsayılarının analizinde ise Pesaran (2006) tarafından geliştirilen kesit CCE tahmincisine yer verilmiştir.

### 3.3.2.2. Yatay kesit bağımlılığı

Analizin bu kısmında seçilmiş gelişmekte olan ülkelere yatay kesit bağımlılığı testi uygulanmaktadır. Bu bağlamda tüm değişkenlerin ve oluşturulan modelin geneli için yatay kesit bağımlılığı sonuçları elde edilmiştir. Tablo 3.15'te değişkenlerin ve modelin geneli için LM (Breusch, Pagan 1980), CD<sub>LM</sub> (Pesaran 2004), CD (Pesaran 2004) ve LM<sub>adj</sub> yatay kesit bağımlılığı sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 3.15. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

	Lngdp	Lnfdi	Lnportf	İnt	Exc	Eş Bütünleşme Denklemi
LM Testi	254.135 (0.000)	139.611 (0.013)	127.586 (0.066)	174.381 (0.000)	212.050 (0.000)	210.526 (0.000)
CD <sub>LM</sub> Testi	10.291 (0.000)	2.388 (0.008)	1.559 (0.060)	4.788 (0.000)	7.387 (0.000)	7.282 (0.000)
CD Testi	0.135 (0.446)	-2.513 (0.006)	-0.441 (0.330)	-1.149 (0.125)	-1.685 (0.046)	8.992 (0.000)
LM <sub>adj</sub> Testi	16.476 (0.000)	8.229 (0.000)	-0.750 (0.773)	3.886 (0.000)	3.537 (0.000)	7.019 (0.000)

**Not:** Parantez içerisindeki değerler, olasılık değerlerini ifade etmektedir. Olasılık değerlerinin asimptotik olarak normal dağıldığı varsayılmaktadır.

Tablo 3.15.'te değişkenler ayrı ayrı ele alındığında ise, Lngdp (büyüme) değişkeni için, LM, CD<sub>LM</sub> ve LM<sub>adj</sub> testlerine göre yatay kesit bağımlılığının olduğu sonucuna varılmaktadır. Lnfdi (DYSY) ve Exc (döviz kuru) değişkenleri incelendiğinde, LM, CD<sub>LM</sub>, CD ve LM<sub>adj</sub> testlerine göre yatay kesit bağımlılığının olmadığı tespit edilmiştir. Lnportf (portföy yatırımı) değişkeni tüm yatay kesit bağımlılığı testlerine göre 0,05'ten büyük olduğundan yatay kesit bağımlılığının olduğu görülmektedir. İnt (faiz oranı) değişkeni incelendiğinde ise, LM, CD<sub>LM</sub> ve LM<sub>adj</sub> testlerine göre yatay kesit bağımlılığının olduğu Tablo 3.14'te görülmektedir.

LM, CD<sub>LM</sub>, CD ve LM<sub>adj</sub> testlerinde eş bütünleşme denkleminin olasılık değerinin 0,05'ten küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilerek eş bütünleşme denkleminde yatay kesit bağımlılığının olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

### 3.3.2.3. Birim kök testi

Çalışmada yatay kesit bağımlılığının tespit edilmesi sonrası oluşturulan modelin birim kök içerip içermediğinin ya da durağanlık durumunun değerlendirilmesi amacıyla CADF birim kök testi uygulanmıştır.

Tablo 3.16. Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme (Lngdp) Değişkenine Ait Cadf Panel Birim Kök Testi

Ülkeler	Sabitli-Trendli		Kritik Tablo Değerleri		
	$\Delta$ Lngdp	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Brezilya	-3,13	1	-4,67	-3,88	-3,49
Bulgaristan	-5,80*	3	-4,67	-3,88	-3,49
Çin	-1,87	1	-4,67	-3,88	-3,49
Filipinler	-5,21*	3	-4,67	-3,88	-3,49
Güney Afrika	-2,81	2	-4,67	-3,88	-3,49
Hindistan	-2,13	1	-4,67	-3,88	-3,49
Macaristan	-1,38	1	-4,67	-3,88	-3,49
Malezya	-3,67***	3	-4,67	-3,88	-3,49
Meksika	-2,15	4	-4,67	-3,88	-3,49
Romanya	-1,75	1	-4,67	-3,88	-3,49
Rusya	-2,70	4	-4,67	-3,88	-3,49
Şili	-1,82	2	-4,67	-3,88	-3,49
Türkiye	-2,87	4	-4,67	-3,88	-3,49
Ukrayna	-2,28	4	-4,67	-3,88	-3,49
Uruguay	-2,17	3	-4,67	-3,88	-3,49
Panel CIPS	-2,78		-2,96	-2,76	-2,66

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenlerin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.16.'te büyüme (Lngdp) değişkeni serisinin analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testine yer verilmiştir<sup>8</sup>. Ayrıca kritik tablo değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 olarak gösterilmiştir. Analizde serinin birinci derece farkı alınmış hali kullanılmıştır. Tablo 3.16.'ya göre, Bulgaristan, Filipinler ve Malezya için büyüme (Lngdp) serisinin I(1) düzeyde durağan olduğu görülmektedir. Panelin genel birim kök testi sonucunu ifade eden CIPS istatistiği incelendiğinde de serinin birim kök içermeyip durağan olduğu tespit edilmiştir. Yani panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. CIPS

<sup>8</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Paseran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 276. sayfasındaki tablo I(c)' den alınırken CIPS kritik tablo değerleri ise 281. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007:265-312).

istatistiği sonucunda serinin birim kök içermemesi, eş bütünleşme testinin anlamlı ve güvenilir sonuçlar vereceğini ifade etmektedir.

Tablo 3.17. Gelişmekte Olan Ülkelerin DYSY (Lnfdi) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli Ülkeler	$\Delta \text{Lnfdi}$	Gecikme Uzunluğu	Kritik Tablo Değerleri		
			%1	%5	%10
Brezilya	-2,48	1	-4,12	-3,36	-2,98
Bulgaristan	-3,03***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Çin	-2,96	1	-4,12	-3,36	-2,98
Filipinler	-3,64**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Güney Afrika	-4,18*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hindistan	-3,14***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Macaristan	-2,83	2	-4,12	-3,36	-2,98
Malezya	-5,90*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Meksika	-3,61**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Romanya	-3,17***	2	-4,12	-3,36	-2,98
Rusya	-5,09*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Şili	-3,46**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Türkiye	-4,69*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Ukrayna	-2,75	3	-4,12	-3,36	-2,98
Uruguay	-5,11*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Panel CIPS	-3,73*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.17.'de analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için I(1) düzeyinde DYSY (Lnfdi) değişkeni serisinin CADF birim kök testi sonucu verilmiştir<sup>9</sup>. Ülkeler bazında incelendiğinde, Bulgaristan, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Malezya, Meksika, Romanya, Rusya, Şili, Türkiye ve Uruguay için serinin I(1) düzeyinde birim kök içermeyip durağan olduğu tespit edilmiştir. CIPS istatistiği değerlendirildiğinde ise panelin geneli için serinin durağan olduğu sonucuna varılmaktadır. Buna göre panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

<sup>9</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Paseran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)'den alınırken CIPS kritik tablo değerleri 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007:265-312).

Tablo 3.18. Gelişmekte Olan Ülkelerin Uluslararası Portföy Yatırımları (Lnportf) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli-Trendli		Kritik Tablo Değerleri			
Ülkeler	$\Delta \text{Lnportf}$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Brezilya	-4,84*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Bulgaristan	-3,68***	2	-4,67	-3,88	-3,49
Çin	-3,98**	4	-4,67	-3,88	-3,49
Filipinler	-5,53*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Güney Afrika	-4,58**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Hindistan	-4,15**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Macaristan	-4,66**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Malezya	-4,53**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Meksika	-4,91*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Romanya	-4,74*	2	-4,67	-3,88	-3,49
Rusya	-3,90**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Şili	-0,80	2	-4,67	-3,88	-3,49
Türkiye	-4,38**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Ukrayna	-4,76*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Uruguay	-6,04*	2	-4,67	-3,88	-3,49
<b>Panel CIPS</b>	<b>-4,370*</b>		<b>-2,96</b>	<b>-2,76</b>	<b>-2,66</b>

**Not:** \* , \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.18.'de uluslararası portföy yatırımı (Lnportf) serisinin analize konu olan ülkeler ve panelin genilini kapsayan CADF birim kök testi sonuçlarına yer verilmiştir<sup>10</sup>. Çalışmada serinin birinci farkı alınmıştır. Ayrıca kritik tablo değerleri %1, %5 ve %10 şeklinde gösterilmiştir. Serinin I(1) düzeyi ülkeler için incelendiğinde Şili dışındaki tüm ülkelerin birim kök içermeyip durağan olduğu tespit edilmiştir. CIPS istatistiği değerlendirildiğinde ise panelin geneli için serinin birim kök içermeyip durağan olduğu sonucuna varılmaktadır. Buna göre panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

<sup>10</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 276. sayfasındaki tablo I(c)' den, CIPS kritik tablo değerleri 281. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007:265-312).



Tablo 3.19. Gelişmekte Olan Ülkelerin Faiz Oranı (Int) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli-Trendli	Kritik Tablo Değerleri				
	Ülkeler	$\Delta$ Int	Gecikme Uzunluğu	%1	%5
Brezilya	-2,34	3	-4,67	-3,88	-3,49
Bulgaristan	-25,87*	3	-4,67	-3,88	-3,49
Çin	-3,49***	3	-4,67	-3,88	-3,49
Filipinler	-4,14**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Güney Afrika	-2,43	1	-4,67	-3,88	-3,49
Hindistan	-2,74	1	-4,67	-3,88	-3,49
Macaristan	-3,04	3	-4,67	-3,88	-3,49
Malezya	-7,06*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Meksika	-5,05*	4	-4,67	-3,88	-3,49
Romanya	-8,14*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Rusya	-10,49*	2	-4,67	-3,88	-3,49
Şili	-4,65**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Türkiye	-0,93	1	-4,67	-3,88	-3,49
Ukrayna	-3,16	1	-4,67	-3,88	-3,49
Uruguay	-4,62**	1	-4,67	-3,88	-3,49
Panel CIPS	-5,87		-2,96	-2,76	-2,66

**Not:** \*,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.19.'de faiz oranı (Int) serisinin analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testi sonuçlarına yer verilmiştir. Ayrıca kritik tablo değerleri sırasıyla %1, %5 ve %10 olmak üzere Tablo 3.19'de yer almaktadır<sup>11</sup>. Ülkeler için faiz serisi I(1) düzeyinde incelendiğinde Bulgaristan, Çin, Filipinler, Malezya, Meksika, Romanya, Rusya, Şili ve Uruguay için serinin birim kök içermeyip durağan olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca CIPS istatistiği sonucuna göre de serinin I(1) düzeyinde durağan olduğu tespit edilmiştir. Yani panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

<sup>11</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Paseran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 276. sayfasındaki tablo I(c)' den alınırken CIPS kritik tablo değerleri makalenin 281. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Paseran, 2007:265-312).

Tablo 3.20. Gelişmekte Olan Ülkelerin Döviz Kuru (Exc) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli	Kritik Tablo Değerleri				
	Ülkeler	$\Delta Int$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5
Brezilya	-2,54	2	-4,12	-3,36	-2,98
Bulgaristan	-8,95*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Çin	-3,73**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Filipinler	-1,81	1	-4,12	-3,36	-2,98
Güney Afrika	-3,14***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hindistan	-3,25***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Macaristan	-5,00*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Malezya	-2,62	1	-4,12	-3,36	-2,98
Meksika	-16,82*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Romanya	-5,82*	2	-4,12	-3,36	-2,98
Rusya	-2,14	3	-4,12	-3,36	-2,98
Şili	-3,51***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Türkiye	-2,08	1	-4,12	-3,36	-2,98
Ukrayna	-4,96*	2	-4,12	-3,36	-2,98
Uruguay	-3,38**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Panel CIPS	-4,65*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \* ,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.20.'da döviz kuru değişkeni için CADF panel birim kök testine ve %1, %5, %10 kritik tablo değerlerine yer verilmiştir<sup>12</sup>. CADF birim kök testi kapsamında serinin birinci derece farkı alınmıştır. I(1) düzeyinde döviz kuru (Exc) serisi incelendiğinde, Bulgaristan, Çin, G Afrika, Hindistan, Macaristan, Meksika, Romanya, Şili, Ukrayna ve Uruguay için serinin birim kök içermediği ve durağan olduğu tespit edilmiştir. CIPS istatistiğine göre de panelin geneli için serinin birim kök içermediği ve durağan olduğu sonucuna varılmıştır. Buna göre panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

### 3.3.2.4. Eş bütünleşme katsayılarının homojenlik testi

Çalışmada ilk olarak 1970'li yıllarda Swamy tarafından oluşturulan ve 2008 yılında Pesaran ve Yamagata tarafından geliştirilen delta homojenlik testi kullanılmıştır.

<sup>12</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)' den alınmıştır. Modelin genelini ifade eden CIPS kritik tablo değerleri söz konusu makalenin 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007:265-312)

Tablo 3.21. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenlik Testi

	Test istatistiği	Olasılık değeri
$\hat{\Delta}$	14.339	0.000
$\hat{\Delta}_{adj}$	15.245	0.000

Tablo 3.21.'deki olasılık değerleri incelendiğinde değerlerin 0.05'ten küçük olduğu tespit edilmiştir. Bu da modelin eğim katsayılarının homojen olduğunu ifade eden  $H_0$  hipotezinin güçlü bir şekilde reddedilerek, modelin sabit ve eğim katsayılarının heterojen olduğu anlamına gelen  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Modelin eş bütünleşme katsayı tahminlerinin ve yorumlarının özellikle panele konu olan ülkeler bazında yorumlanabilir sonuçlar ortaya koyduğunu ifade etmektedir.

### 3.3.2.5. Çoklu yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testi

Modelin eş bütünleşme analizini yapabilmek amacıyla Basher ve Westerlund (2009) tarafından geliştirilen yapısal kırılmalı eş bütünleşme testine yer verilmiştir.

Tablo 3.22. Gelişmekte Olan Ülkelerin Çoklu Yapısal Kırılmalı Eş Bütünleşme Testi

	LM test istatistiği sonucu	Asimtotik olasılık değeri	Karar	Bootstrap olasılık değeri	Karar
<b>Kırılmaların dikkate alınmadığı durum</b>					
<b>Sabitte</b>	35.334	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.
<b>Sabitte ve trendde</b>	13.998	0.000	Eş- bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.
<b>Kırılmaların dikkate alındığı durum</b>					
<b>Sabitte</b>	57.688	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.066	<i>Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.</i>
<b>Sabitte ve trendde</b>	47.502	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.875	<i>Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.</i>

**Not:** Olasılık değerleri bootstrap kullanılarak 1000 döngü ile elde edilmiştir.

Tablo 3.22.'de, Basher ve Westerlund (2009) tarafından geliştirilen çoklu yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi sonuçlarına yer verilmiştir. Tablo 3.22.'e göre, yatay kesit bağımlılığı ve kırılmaların dikkate alınması halinde değerlendirilmesi gereken bootstrap olasılık değerleri 0,05 olasılık değerinden büyüktür. Bu da modelde eş bütünleşme ilişkisinin varlığını ifade eden  $H_0$  hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Modelde eş bütünleşmenin varlığı, serilerin özellikle uzun dönemde birlikte hareket ettiği anlamını taşımaktadır. Böylece uzun dönem eş bütünleşme katsayıları yorumlanabilir düzeyde güvenilirdir.

Tablo 3.23. Gelişmekte Olan Ülkeler Yapısal Kırılma Tarihleri

Ülkeler	1.Yapısal kırılma	2.Yapısal kırılma
Brezilya	2000	2002
Bulgaristan	1999	-
Çin	1998	2007
Filipinler	2012	-
Güney Afrika	2003	-
Hindistan	2001	2008
Macaristan	2002	2011
Malezya	1998	-
Meksika	1998	2008
Romanya	2003	-
Rusya	1998	2008
Şili	1998	-
Türkiye	2000	2010
Ukrayna	1998	2008
Uruguay	2001	2008

**Not:** Yapısal kırılma tarihlerine, çoklu yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi sonucunda ulaşılmıştır. Sabitli trendli model kullanılmış ve maksimum kırılma sayısı 3 olarak alınmıştır. Yapısal kırılma tarihleri 1000 tekrarlı bootstrap dağılımı ile elde edilmiştir.

Tablo 3.23.'te analizde yer alan gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yapısal kırılma yıllarına yer verilmiştir. Özellikle kriz yılı olan 2008 ve sonrasında analize konu olan ülkelerin çoğunda yapısal kırılma yaşandığı görülmektedir.

Tablo 3.23.'e göre Brezilya ekonomisinde 2000 ve 2002 olmak üzere iki yapısal kırılma tarihi verilmektedir. Brezilya ekonomisi 1990 yılı sonrası 2000'li yıllara kadar gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan başta Meksika, Asya ve Rusya Krizi olmak üzere tüm krizlerden etkilenmiştir. Tablo 3.23'te 2000 yılında görülen yapısal kırılma yaşanan krizlerin etkisiyle ortaya çıkmıştır. Malezya'nın 1998 yılında gerçekleşen yapısal kırılması ise 1997 Güneydoğu Asya Krizi'nden kaynaklanmaktadır. Ayrıca 1998 Rusya Krizi'nin ülkede yarattığı yapısal kırılma da Tablo 3.23.'de açık bir şekilde görülmektedir.

2000 yılında Türkiye ekonomisi tarihinde en büyük krizlerden birini yaşamıştır. 2000-2001 ardı ardına yaşanan Krizlerin etkisi 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında uygulanan yeniden yapılandırma faaliyetleri sonucunda ortadan kalkmıştır. Ülke daha sağlam ve şeffaf bir ekonomik yapıya ulaşmıştır. Tablo 3.23'te krizin etkisiyle ülkenin 2000 yılında yapısal kırılma yaşamış olduğu açık bir şekilde görülmektedir.

### 3.3.2.6. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesi

Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesinde Paseran (2006) tarafından oluşturulan yatay kesit bağımlılığını göz önünde bulunduran CCE tahmincisi kullanılmıştır.

Tablo 3.24. Gelişmekte Olan Ülkelerin Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayıları

Ülkeler	Lnfdi	t-ist	Lnportf	t-ist	Int	t-ist	Exc	t-ist
Brezilya	-0.008	-0.06	0.00001	0.33	-0.010	-1.05	0.003	1.87**
Bulgaristan	0.614	4.1*	-0.0002	-0.53	-0.015	-2.12**	-0.001	-0.37
Çin	0.436	3.27*	0.00009	1.86	-0.019	-2.03**	0.0156	3.17*
Filipinler	0.096	2.92*	-8.50e-06	-0.11	-0.009	-1.14	0.001	0.60
Güney Afrika	-0.025	-0.91	-0.0002	-1.76	-0.036	-3.78*	0.003	1.36***
Hindistan	0.225	2.62*	0.0001	1.16	-0.038	-2.73*	0.031	4.89*
Macaristan	0.027	1.35***	7.07e-06	0.70	0.004	0.60	-0.0006	-0.57
Malezya	0.048	1.65***	5.88e-06	0.30	0.005	0.60	0.003	0.67
Meksika	0.075	1.52***	-3.17e-06	-0.24	-0.014	-2.95*	-0.0009	-2.41*
Romanya	0.139	1.50***	0.0002	2.08	0.009	1.18	0.0003	0.61
Rusya	0.092	1.27	-0.00008	-1.81	0.0001	0.14	-0.0001	-0.03
Şili	0.067	0.97	0.00007	2.10	-0.010	-1.70**	0.005	1.21
Türkiye	0.305	2.39*	-0.00004	-1.17	0.023	3.91*	0.029	4.16*
Ukrayna	0.118	3.57*	-0.00003	-0.35	-0.007	-2.92*	0.003	2.59*
Uruguay	-0.087	-2.08**	-0.0002	-1.60	-0.005	-3.00*	0.005	5.23*
Panel Genel	0.142	2.95*	-0.00002	-0.71	-0.008	-1.99**	0.006	2.39*

**Not:** t istatistiğın hesaplanmasında; Newey-West değişen varyans standart hatası kullanılmıştır. Tablo değerleri %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1.29, 1.66 ve 2.36'dir. Değerler \*\*\*, \*\* ve \* ile sembolize edilmiştir.

Tablo 3.24.'te, DYSY ve uluslararası portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, panelin geneli için ve analize konu olan gelişmekte olan ülkeler için ayrı ayrı ele alınmıştır. Analiz sonucunda panelin geneli için DYSY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif ve anlamlı olduğu kanısına varılmıştır. Modelde kullanılan uluslararası portföy yatırımlarının panelin geneli için ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ifade eden katsayısı anlamsızdır. Diğer değişken olan faiz oranları ve döviz kurunun ise katsayıları anlamlı ve açıklanabilir düzeydedir.

Analiz sonucuna göre modelin geneli için %5 anlamlılık düzeyinde ülkeye giren DYSY'lerdeki %10'lük artış, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyümesine %1,4 düzeyinde katkı sağlamaktadır. Ülkeler bazında incelendiğinde ise, Bulgaristan, Çin, Filipinler, Hindistan, Macaristan, Malezya, Meksika, Romanya, Türkiye, Ukrayna ve Uruguay'da DYSY girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri anlamlı ve açıklanabilir düzeydedir.

Çalışmada kullanılan diğer bir değişken ise faiz oranlarıdır. Panelin geneli için, faiz oranlarındaki %10 artışın, ekonomik büyümeyi %0,08 düzeyinde azalttığı görülmektedir. Sonuçlar ülkeler bazında incelendiğinde ise analize konu olan gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmında panelin geneli ile aynı sonuca ulaşılmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye’de faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi diğer ülkelere farklılık göstermektedir. Türkiye’de faiz oranlarındaki %10’luk artış, ekonomik büyümeyi %0,23 arttırmaktadır. Bunun en önemli nedeni ülkeye giriş yapan portföy yatırımları ve yüksek faizin enflasyonu düşürmede kullanılan bir araç haline gelmesidir. Yani faiz oranlarındaki artış ilk olarak sermaye hareketlerini olumlu yönde etkilemektedir. Bu da döviz kurunu azaltmaktadır. Döviz kurunun azalması sonucunda ithal girdi fiyatı düşmekte ve ekonomik büyüme artış göstermektedir. Özellikle ara malların ithalatına dayalı üretim gerçekleştiren Türkiye gibi ülkelerde faiz oranlarındaki artışın ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği değerlendirilmektedir.

Bir diğer değişken olan döviz kuru değişkeninin katsayısı panelin geneli için anlamlı ve açıklanabilir düzeydedir. Döviz kurundaki %10’luk artış, ekonomik büyümeyi %0,06 düzeyinde arttırmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunda yaşanan artış ülkeye giriş yapan yatırımları arttırabilmektedir. Ayrıca ülkeye dış ticarete rekabet gücü kazandırarak ihracatının artmasını sağlamaktadır. Böylece ekonomik büyüme pozitif yönde etkilenebilmektedir. Aynı zamanda bazı ülkelerin döviz kurunun yükselmesiyle ithalat giderlerinin artması, ülkeyi yurtiçi üretime teşvik etmekte bu da ülke ekonomisinin büyümesine katkı sağlamaktadır.

### **3.4. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İşsizliğe Etkilerinin İncelenmesi**

Çalışmanın bir önceki bölümünde DYSY ve uluslararası portföy yatırımlarının analize konu olan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları üzerindeki etkilerine yer verilmiştir. Bu bölümde ise literatürde portföy yatırımları ile işsizlik arasında anlamlı bir ilişki bulunamadığından hareketle, DYSY’lerin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki işsizlik düzeylerine etkileri analiz edilecektir.

#### **3.4.1. Gelişmiş Ülkelere Etkilerinin Ekonometrik Analizi**

İzleyen bölümde analize konu olan gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının işsizlik düzeyleri üzerindeki etkileri incelenmektedir.

### 3.4.1.1. Veri seti model ve yöntem

Çalışmanın bu bölümünde DYSY'nin analize konu olan gelişmiş ülkelerin işsizlik düzeyleri üzerindeki etkisini test etmek amaçlanmıştır. Analizde ülkelerin işsizlik oranları (Unemp) bağımlı değişken olarak alınırken, DYSY (Lnfdi) ve ekonomik büyüme (Lngdp) oranları bağımsız değişkenler olarak değerlendirilmiştir. Tablo 3.25'te analiz kapsamında kullanılan değişkenler ile ilgili açıklayıcı bilgilere yer verilmiştir.

Tablo 3.25. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Açıklama	Birimi	Kaynak	Dönem aralığı
Unemp	İşsizlik (Toplam işgücüne oranı)	Oran	Dünya Bankası	1993-2018
Lnfdi	Logaritmik doğrudan yabancı yatırım net girişi	Değer	Dünya Bankası	
Lngdp	Logaritmik kişi başına GSYH	Değer	Dünya Bankası	

$$Unemp = \beta_0it + \beta_1it Lnfdi + \beta_2it Lngdp + u_{it} \quad (38)$$

Denklem (38)'de  $\beta_0$ , sabit terimi ve  $u_{it}$ , hata terimini ifade etmektedir. Analiz kapsamında Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilen yatay kesit bağımlılığı testi, yine Pesaran (2007) tarafından oluşturulan CADF birim kök testi, Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen homojenlik testi ve Basher ve Westerlund (2009) tarafından oluşturulan çoklu yapısal kırılmalı eş bütünleşme testine yer verilmektedir. Son olarakta uzun dönem eş bütünleşme katsayıları Eberhardt ve Bond (2009) tarafından oluşturulan AMG testi ile tahmin edilmektedir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz Gauss 20 ve Stata 11 programları kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

### 3.4.1.2. Yatay kesit bağımlılığı

Tablo 3.26.'da analize konu olan gelişmiş ülkeler kapsamında analizde kullanılan değişkenlerin ve eş bütünleşme denkleminin yatay kesit bağımlılığı testlerine yer verilmiştir.

Tablo 3.26. Gelişmiş Ülkeler İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

	<b>Unemp</b>	<b>Lnfdi</b>	<b>Lngdp</b>	<b>Eş bütünleşme denklemi</b>
LM Testi	183.255 (0.000)	133.385 (0.032)	201.532 (0.000)	758.956 (0.000)
CD <sub>LM</sub> Testi	5.400 (0.000)	1.959 (0.025)	6.661 (0.000)	45.127 (0.000)
CD Testi	-2.320 (0.010)	-1.691 (0.045)	-1.663 (0.048)	16.041 (0.000)
LM <sub>adj</sub> Testi	10.471 (0.000)	0.615 (0.269)	21.643 (0.000)	38.041 (0.000)

**Not:** Parantez içerisindeki değerler, olasılık değerlerini ifade etmektedir. Olasılık değerlerinin asimptotik olarak normal dağıldığı varsayılmaktadır.

Tablo 3.26.'da, LM (Breusch, Pagan 1980), CD<sub>LM</sub> (Pesaran 2004) , CD (Pesaran 2004) LM<sub>adj</sub> yatay kesit bağımlılığı testlerine yer verilmiştir. Değişkenler ayrı ayrı ele alındığında ise Unemp (işsizlik) ve Lngdp (büyüme) değişkeni için tüm yatay kesit bağımlılığı testleri sonucunda  $H_0$  hipotezi reddedilerek  $H_1$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilmiş ve değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir. Lnfdi (DYSY) değişkeninin yatay kesit bağımlılığı analizinin sonucu incelendiğinde ise, LM, CD<sub>LM</sub> ve CD test sonuçları göre değişkenin yatay kesit bağımlılığı içerdiği görülmektedir. LM, CD<sub>LM</sub>, CD ve LM<sub>adj</sub> testlerine göre eş bütünleşme denkleminin olasılık değerinin 0,05'ten küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilerek,  $H_1$  hipotezi kabul edilmiş ve eş bütünleşme denkleminde yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir.

### 3.4.1.3. Birim kök testi

Tablo 3.27.'de işsizlik (Unemp) değişkeninin analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testi sonuçlarına yer verilmiştir<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 276. sayfasındaki tablo I(c)' den alınırken CIPS kritik tablo değerleri 281. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır (Pesaran, 2007:265-312).



Tablo 3.27. Gelişmiş Ülkelerde İşsizlik (Unemp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli-Trendli		Kritik Tablo Değerleri			
Ülkeler	$\Delta Unemp$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Amerika	-2,75	1	-4,67	-3,88	-3,49
Almanya	-1,93	2	-4,67	-3,88	-3,49
Avusturalya	-4,73*	1	-4,67	-3,88	-3,49
Finlandiya	-3,83***	2	-4,67	-3,88	-3,49
Fransa	-1,49	2	-4,67	-3,88	-3,49
Kanada	-3,80***	2	-4,67	-3,88	-3,49
Kore	-2,69	1	-4,67	-3,88	-3,49
Hollanda	-1,96	1	-4,67	-3,88	-3,49
İngiltere	-1,00	1	-4,67	-3,88	-3,49
İspanya	-2,15	1	-4,67	-3,88	-3,49
İsveç	-2,97	2	-4,67	-3,88	-3,49
İsviçre	-2,03	1	-4,67	-3,88	-3,49
İtalya	-3,62***	1	-4,67	-3,88	-3,49
Norveç	-3,23	1	-4,67	-3,88	-3,49
Portekiz	-3,39	1	-4,67	-3,88	-3,49
PANEL CIPS	-2,77**		-2,96	-2,76	-2,66

**Not:** \* ,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.27. ülkeler bazında incelendiğinde, serinin I(1) düzeyinde Avusturalya, Finlandiya, Kanada ve İtalya için durağan olduğu, diğer ülkeler için ise birim kök içerdiği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan panelin genelini ifade eden CIPS istatistiği sonucuna göre de, I(1) düzeyinde işsizlik serisinin birim kök içermediği yani durağan olduğu görülmektedir. Buna göre panelin genelini birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

Tablo 3.28. Gelişmiş Ülkelerde DYSY (Lnfdi) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli		Kritik Tablo Değerleri			
Ülkeler	$\Delta \text{Lnfdi}$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Amerika	-4,94*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Almanya	-4,37*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Avusturalya	-3,38**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Finlandiya	-4,42*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Fransa	-1,56	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kanada	-7,49*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kore	-5,62*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hollanda	-2,87	1	-4,12	-3,36	-2,98
İngiltere	-2,82	3	-4,12	-3,36	-2,98
İspanya	-4,76*	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsveç	-4,82*	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsviçre	-1,67	4	-4,12	-3,36	-2,98
İtalya	-5,55*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Norveç	-4,08**	2	-4,12	-3,36	-2,98
Portekiz	-4,17*	4	-4,12	-3,36	-2,98
PANEL CIPS	-4,17*		-2,12	-2,25	-2,14

**Not:** \* ,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.28.'de DYSY (Lnfdi) değişkeninin analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testine ve sırasıyla %1, %5, %10 kritik tablo değerlerine yer verilmiştir<sup>14</sup>. Tablo 3.28 incelendiğinde, değişkenin I(1) düzeyinde, Amerika, Almanya, Avusturalya, Finlandiya, Kanada, Kore, İspanya, İsveç, İtalya, Norveç ve Portekiz için durağan olduğu tespit edilirken, analize konu olan diğer ülkeler için birim kök içerdiği sonucuna varılmaktadır. Diğer yandan CIPS istatistiği sonucuna göre de, I(1) düzeyinde Lnfdi serisinin birim kök içermediği yani durağan olduğu görülmektedir. Buna göre panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

<sup>14</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)' den CIPS kritik tablo değerleri 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007: 265-312).

Tablo 3.29. Gelişmiş Ülkelerin Büyüme (Lngdp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli Ülkeler	$\Delta$ Lngdp	Gecikme Uzunluğu	Kritik Tablo Değerleri		
			%1	%5	%10
Amerika	-2,74	1	-4,12	-3,36	-2,98
Almanya	-1,77	2	-4,12	-3,36	-2,98
Avusturalya	-1,70	3	-4,12	-3,36	-2,98
Finlandiya	-3,81**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Fransa	-3,75**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kanada	-3,68**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Kore	-3,64**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hollanda	-4,11**	1	-4,12	-3,36	-2,98
İngiltere	-2,12	2	-4,12	-3,36	-2,98
İspanya	-5,16*	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsveç	-1,74	1	-4,12	-3,36	-2,98
İsviçre	-2,57	1	-4,12	-3,36	-2,98
İtalya	-3,39**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Norveç	-4,29*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Portekiz	-1,88	2	-4,12	-3,36	-2,98
PANEL CIPS	-3,09*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \* ,\*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.29.'de büyüme (Lngdp) değişkeninin analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testi ile sırasıyla %1, %5, %10 anlamlılık düzeyini gösteren kritik tablo değerlerine yer verilmiştir<sup>15</sup>.

Tablo 3.29. ülkeler bazında incelendiğinde, büyüme (Lngdp) değişkeninin I(1) düzeyinde, Finlandiya, Fransa, Kanada, Kore, Hollanda, İspanya, İtalya ve Norveç için birim kök içermeyip durağan olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan panelin genelini ifade eden CIPS istatistiği sonucuna göre de, I(1) düzeyinde büyüme serisinin birim kök içermediği yani durağan olduğu görülmektedir. Buna göre panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

CADF birim kök testi sonucunda elde edilen CIPS istatistiki değerleri analize dahil olan tüm serilerin I(1) düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir. Serinin I(1) durağan olması eş bütünleşme testinin yapılabilmesi için bir ön koşul niteliğindedir.

<sup>15</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)' den CIPS kritik tablo değerleri ise 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007:265-312).

### 3.4.1.4. Eş bütünleşme katsayılarının homojenliğinin test edilmesi

Tablo 3.30.'da analize konu olan gelişmiş ülkelerin eş bütünleşme katsayılarının homojenlik testine yer verilmiştir. Bu doğrultuda Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen delta homojenlik testi kullanılmıştır. Gelişmiş ülkeler için eş bütünleşme analizinin katsayılarının homojenlik testleri ve olasılık değerleri, Tablo 3.30'da gösterilmektedir.

Tablo 3.30. Gelişmiş Ülkeler İçin Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenlik Testi

	Test istatistiği	Olasılık değeri
$\hat{\Delta}$	-0.623	0.734
$\hat{\Delta}_{adj}$	-0.663	0.746

Tablo 3.30.'a göre, hesaplanan olasılık değerleri 0,05 olasılık değerinden büyüktür. Test sonucuna göre, eğim katsayılarının homojen olduğunu ifade eden  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyine göre kabul edilmektedir. Bu durum modelin eş bütünleşme katsayı tahminlerinin özellikle panelin geneli bazında yorumlanabilir sonuçlar ortaya koyduğunu ifade etmektedir.

### 3.4.1.5. Çoklu yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testi

Analizin bu kısmında Basher ve Westerlund (2009) tarafından geliştirilen çoklu yapısal kırılmalı eş bütünleşme testine yer verilmiştir.

Tablo 3.31. Gelişmiş Ülkeler İçin Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Eş Bütünleşme Testi

	LM test istatistiği sonucu	Asimtotik olasılık değeri (YKB yoktur)	Karar	Bootstrap olasılık değeri (YKB vardır)	Karar
<b>Kırılmaların dikkate alınmadığı durum</b>					
<b>Sabitte</b>	11.104	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.019	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.
<b>Sabitte ve trendde</b>	11.174	0.000	Eş- bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.
<b>Kırılmaların dikkate alındığı durum</b>					
<b>Sabitte</b>	12.682	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.721	<i>Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.</i>
<b>Sabitte ve trendde</b>	157.010	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.912	<i>Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.</i>

**Not:** Yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testinde olasılık değerleri bootstrap kullanılarak 1000 döngü ile elde edilmiştir.

Tablo 3.31. incelendiğinde, yatay kesit bağımlılığı ve kırılmaların dikkate alınması halinde yorumlanması gereken bootstrap olasılık değerlerinin 0,05 olasılık değerinden büyük

olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla %5 anlamlılık düzeyinde eş bütünleşme ilişkisinin varlığını ifade eden  $H_0$  hipotezi kabul edilirken  $H_1$  hipotezi reddedilmektedir. Modelde eş bütünleşmenin varlığı, ülkelerin özellikle uzun dönemde eş güdümlü olarak hareket ettiğini göstermektedir. Bu da bize ülkeler açısından katsayıların yorumlanabilir olduğunu ifade etmektedir.

### 3.4.1.5. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesi

Tablo 3.32’de analize konu olan gelişmiş ülkelerin uzun dönem eş bütünleşme katsayılarını tahmin etmek amacıyla Eberhardt ve Bond (2009) tarafından geliştirilen AMG tahmincisine yer verilmiştir.

Tablo 3.32. Gelişmiş Ülkelerin Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayıları

Ülkeler	Lnfdi Katsayı	t-ist	Lngdp Katsayı	t-ist
Amerika	0.0002	1.15	-10.173	-3.28*
Almanya	-0.0009	-0.40	-12.048	-2.06**
Avustralya	0.0004	0.51	-11.924	-5.75*
Finlandiya	0.0004	1.40***	-16.846	-11.13*
Fransa	-0.0001	-1.90**	-19.744	-8.84*
Kanada	-0.00006	-0.33	-11.397	-8.79*
Kore	-0.0011	-0.57	1.817	1.10
Hollanda	0.00005	0.96	-13.753	-10.92*
İngiltere	-0.0006	-1.87**	-16.046	-10.98*
İspanya	-0.001	-1.73**	-35.968	-21.95*
İsveç	-0.0003	-0.83	-16.256	-7.58*
İsviçre	-0.0003	-1.73**	-6.811	-4.06*
İtalya	-0.0008	-1.69**	-13.995	-5.12*
Norveç	0.0004	1.16	-4.266	-4.24*
Portekiz	-0.00003	-0.31	-11.025	-5.31*
Panel Genel	-0.00029	-1.94**	-13.229	-6.19*

**Not:** t istatistiğın hesaplanmasında; Newey-West değışen varyans standart hatası kullanılmıştır. Tablo değeri %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1.29, 1.66 ve 2.36’dir. Değerler \*\*\*, \*\* ve \* ile sembolize edilmiştir.

Tablo 3.32.’de, DYSY’nin işsizlik üzerindeki etkileri panelin geneli için ve analize konu olan gelişmiş ülkeler için ayrı ayrı incelenmiştir. Analiz sonucuna göre panelin geneli için DYSY’nin işsizlik üzerindeki etkisinin %5 anlamlılık düzeyine göre açıklanabilir olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modelde ülkelere DYSY girişinin %10 artması sonucunda işsizlik oranının %0,002 düzeyinde azalma göstereceği sonucu elde edilmiştir. Ülkeler açısından ele alındığında ise Finlandiya, Fransa, İngiltere, İspanya, İsviçre ve İtalya’da DYSY’nin işsizlik üzerindeki etkisinin açıklanabilir düzeyde olduğu görülmektedir. Analize konu olan diğer ülkeler için ise DYSY’nin işsizlik düzeyleri üzerinde anlamlı bir etkisine rastlanamamıştır.

Literatürde de ekonomik büyümenin işsizlik üzerindeki etkisini saptamak amacıyla birçok çalışma gerçekleştirilmiştir. Bunlardan ilki Arthur Okun tarafından 1962 yılında ortaya koyulan Okun Yasasıdır<sup>16</sup>. Okun'a (1962) göre, GSYİH'de artış ile işsizlik arasında negatif ilişki söz konusudur. Yani ülke ekonomisinin büyümesi ülkedeki işsizlik düzeyini azaltmaktadır. Okun Yasası olarak kabul edilen bu çalışmayı sonrasında, test etmek amacıyla birçok farklı analiz gerçekleştirilmiştir. Örneğin, Knotek (2007), Ball vd., (2013) ve Weber (1995), gerçekleştirdikleri analizler sonucunda Okun Yasası'nı destekler nitelikte sonuçlara ulaşılmıştır. Fakat ülkelerin ekonomik yapılarının farklılık göstermesi nedeniyle teori hakkında fikir birliğine varılamamıştır.

Analize konu olan diğer bir bağımsız değişken ise ekonomik büyüme oranıdır. Tablo 3.32 incelendiğinde, Okun Yasası ile benzer sonuçların elde edildiği gözlemlenmektedir. Yani analiz sonucunda panelin geneli için ülkelerin büyüme oranlarındaki artışın ülkelerde gerçekleşen işsizlik oranı üzerinde azaltıcı etki yarattığı görülmektedir. Ülkeler bazında incelendiğinde ise, Kore dışındaki analize konu olan tüm ülkelerde büyüme katsayısının anlamlı ve açıklanabilir düzeyde olduğu sonucuna varılmıştır.

### **3.4.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Etkilerinin Ekonometrik Analizi**

Çalışmanın bu kısmında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve ekonomik büyümenin analize konu olan gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranları üzerindeki etkileri incelenmektedir.

#### **3.4.2.1. Veri seti model ve yöntem**

Çalışmanın bu bölümünde DYSY'nin analize konu olan gelişmiş olan ülkelerin işsizlik düzeyleri üzerindeki etkisini test etmek amaçlanmıştır. Bu doğrultuda işsizlik oranı (Unemp), DYSY(Lnfdi), ve büyüme oranı (Lngdp) değişkenleri kullanılmıştır. Analizde ülkelerin işsizlik oranları (Unemp) bağımlı değişken olarak alınırken, DYSY (Lnfdi) ve ekonomik büyüme (Lngdp) oranları bağımsız değişkenler olarak değerlendirilmiştir.

---

<sup>16</sup> Arthur Okun 1962 yılında, ABD'nin 1948-1960 yılları arası işsizlik ve GSYİH verilerini kullanarak aralarındaki ilişkiyi tespit etmeye çalışmıştır. Analizde ülkenin büyüme oranlarının yüksek olduğu yıllarda işsizlik oranının düştüğü, büyüme oranının düşük seyrettiği yıllarda ise işsizlik oranının arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Sonrasında Arthur Okun ekonomik büyüme ve işsizlik arasındaki ilişkiyi aşağıdaki gibi formüle etmiştir:

$$U_t - U^* = \theta(Y_t - Y^*)$$

Farmülasyonda, U; işsizlik oranını, Y; reel GSYİH'yi, U\*; tam işsizlik düzeyini ve Y\* ise potansiyel çıktıyı ifade etmektedir. Okun (1962)'ye göre GSYİH'da %1 düzeyinde büyüme oranı işsizlik oranını %0,5 düzeyinde azaltmaktadır.

Tablo 3.33. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Açıklama	Birimi	Kaynak	Dönem aralığı
Unemp	İşsizlik (Toplam işgücüne oranı)	Oran	Dünya Bankası	
Lnfdi	Logaritmik doğrudan yabancı yatırım net girişi	Değer	Dünya Bankası	1993-2018
Lngdp	Logaritmik kişi başına GSYH	Değer	Dünya Bankası	

Analizde kullanılacak olan verilerin güvenilirliğinin sağlanması ve tutarlı sonuçlar elde etmek amacıyla veriler, Dünya Bankası Veri Tabanı'ndan oluşturulmuştur.

$$Unemp = \beta_0it + \beta_1it Lnfdi + \beta_2it Lngdp + u_{it} \quad (39)$$

Denklem (39)'de  $\beta_0$ , sabit terimi ve  $u_{it}$ , hata terimini ifade etmektedir.

Analiz kapsamında Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilen yatay kesit bağımlılığı testi, Pesaran (2007) tarafından oluşturulan CADF birim kök testi, Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen homojenlik testi ve Basher ve Westerlund (2009) tarafından oluşturulan yapısal kırılmalı eş bütünleşme testine yer verilmektedir. Son olarakta uzun dönem eş bütünleşme katsayıları Eberhardt ve Bond (2009) tarafından oluşturulan AMG ve Pesaran (2006) tarafından oluşturulan CCE testi ile tahmin edilmektedir. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz Gauss 20 ve Stata 11 programları kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

### 3.4.2.2. Yatay kesit bağımlılığı

Tablo 3.34.'te, LM (Breusch-Pagan 1980),  $CD_{LM}$  (Pesaran 2004), CD (Pesaran 2004)  $LM_{adj}$  yatay kesit bağımlılığı testlerine yer verilmiştir.

Tablo 3.34. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

	Unemp	Lnfdi	Lngdp	Eş Bütünleşme Denklemi
<b>LM Testi</b>	142.806 (0.008)	139.611 (0.013)	253.447 (0.000)	454.394 (0.000)
<b><math>CD_{LM}</math> Testi</b>	2.609 (0.005)	2.388 (0.008)	10.244 (0.000)	24.110 (0.000)
<b>CD Testi</b>	-2.380 (0.009)	-2.513 (0.006)	0.203 (0.419)	2.430 (0.008)
<b><math>LM_{adj}</math> Testi</b>	12.695 (0.000)	8.229 (0.000)	14.904 (0.000)	22.281 (0.000)

**Not:** Parantez içerisindeki değerler, olasılık değerlerini ifade etmektedir. Olasılık değerlerinin asimptotik olarak normal dağıldığı varsayılmaktadır.

Tablo 3.34'e göre değişkenler ayrı ayrı ele alındığında Unemp (işsizlik) ve Lngdp (büyüme) değişkeni için tüm yatay kesit bağımlılığı testleri sonucunda  $H_1$  hipotezi %5

anlamlılık düzeyinde kabul edilerek değişkenlerde yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir. Lnfdi (DYSY) değişkeni için yatay kesit bağımlılığı analizi incelendiğinde ise, LM,  $CD_{LM}$  ve  $LM_{adj}$  test sonuçlarına göre değişkenin yatay kesit bağımlılığı içerdiği görülmektedir.

LM,  $CD_{LM}$ , CD ve  $LM_{adj}$  testlerin göre eş bütünleşme denkleminin olasılık değerinin 0,05'ten küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilerek,  $H_1$  hipotezi kabul edilmiş ve eş bütünleşme denkleminde yatay kesit bağımlılığının olduğu görülmektedir. Bu durum seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin herhangi birinde ortaya çıkabilecek bir krizin diğer ülke ekonomilerini de etkileyeceği anlamına gelmektedir. Eş bütünleşme denkleminde yatay kesit bağımlılığının tespiti sonrası ikinci nesil birim kök testleri uygulanmıştır.

### 3.4.2.3. Birim kök testi

Yatay kesit bağımlılığı testi sonucunda eş bütünleşme denkleminde yatay kesit bağımlılığı olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle de ikinci nesil birim kök testleri arasında yer alan CADF birim kök testi kullanılmıştır.

Tablo 3.35. Gelişmekte Olan Ülkelerde İşsizlik (Unemp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli Ülkeler	$\Delta Unemp$	Gecikme Uzunluğu	Kritik Tablo Değerleri		
			%1	%5	%10
Brezilya	-2,88	1	-4,12	-3,36	-2,98
Bulgaristan	-3,41**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Çin	-2,55	1	-4,12	-3,36	-2,98
Filipinler	-3,32***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Güney Afrika	-5,25*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hindistan	-2,19	1	-4,12	-3,36	-2,98
Macaristan	-1,50	1	-4,12	-3,36	-2,98
Malezya	-4,42*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Meksika	-5,18*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Romanya	-1,72	1	-4,12	-3,36	-2,98
Rusya	-3,36**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Şili	-3,79**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Türkiye	-2,60	1	-4,12	-3,36	-2,98
Ukrayna	-1,98	1	-4,12	-3,36	-2,98
Uruguay	-3,12***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Panel CIPS	-3,15*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.



Tablo 3.35.'te işsizlik (Unemp) değişkenine ait analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testi sonuçlarına yer verilmiştir<sup>17</sup>. Ülkeler bazında Tablo 3.35 incelendiğinde, serinin I(1) düzeyinde Bulgaristan, Filipinler, Güney Afrika, Malezya, Meksika, Rusya, Şili ve Uruguay için durağan olduğu, diğer ülkeler için ise birim kök içerdiği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan panelin genelini ifade eden CIPS istatistiği sonucuna göre de, I(1) düzeyinde işsizlik (Unemp) serisinin birim kök içermediği yani durağan olduğu görülmektedir. Buna göre panelin genelini birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

Tablo 3.36. Gelişmekte Olan Ülkelerde DYSY Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli		Kritik Tablo Değerleri			
Ülkeler	$\Delta \text{Lnfdi}$	Gecikme Uzunluğu	%1	%5	%10
Brezilya	-2,48	1	-4,12	-3,36	-2,98
Bulgaristan	-3,03***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Çin	-2,96	1	-4,12	-3,36	-2,98
Filipinler	-3,64**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Güney Afrika	-4,18*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hindistan	-3,14***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Macaristan	-2,83	2	-4,12	-3,36	-2,98
Malezya	-5,90*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Meksika	-3,61**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Romanya	-3,17***	2	-4,12	-3,36	-2,98
Rusya	-5,09*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Şili	-3,46**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Türkiye	-4,69*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Ukrayna	-2,75	3	-4,12	-3,36	-2,98
Uruguay	-5,11*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Panel CIPS	-3,73*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.36.'te DYSY (Lnfdi) değişkeninin analize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testleri ve %1, %5, %10 anlamlılık düzeyinde kritik tablo değerlerine yer verilmiştir<sup>18</sup>. Tablo 3.36 incelendiğinde, ülkeler kapsamında Lnfdi

<sup>17</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Paseran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)'den CIPS kritik tablo değerleri ise 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007:265-312).

<sup>18</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Paseran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)'den ve CIPS kritik tablo değerleri söz konusu

değişkeninin I(1) düzeyinde, Bulgaristan, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Malezya, Meksika, Romanya, Rusya, Şili, Türkiye ve Uruguay için durağan olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde, panelin genelini ifade eden CIPS istatistiği sonucuna göre de, I(1) düzeyinde Lnfdi serisinin birim kök içermediği yani durağan olduğu görülmektedir. Buna göre panelin genelini birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

Tablo 3.37. Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme (Lngdp) Değişkenine Ait CADF Panel Birim Kök Testi

Sabitli Ülkeler	$\Delta$ Lngdp	Gecikme Uzunluğu	Kritik Tablo Değerleri		
			%1	%5	%10
Brezilya	-1,52	1	-4,12	-3,36	-2,98
Bulgaristan	-8,59*	2	-4,12	-3,36	-2,98
Çin	-2,27	1	-4,12	-3,36	-2,98
Filipinler	-3,33***	2	-4,12	-3,36	-2,98
Güney Afrika	-1,52	1	-4,12	-3,36	-2,98
Hindistan	-2,24	1	-4,12	-3,36	-2,98
Macaristan	-1,97	1	-4,12	-3,36	-2,98
Malezya	-4,30*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Meksika	-4,53*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Romanya	-3,64**	2	-4,12	-3,36	-2,98
Rusya	-3,61**	2	-4,12	-3,36	-2,98
Şili	-3,38**	1	-4,12	-3,36	-2,98
Türkiye	-2,57	2	-4,12	-3,36	-2,98
Ukrayna	-11,96*	1	-4,12	-3,36	-2,98
Uruguay	-3,04***	1	-4,12	-3,36	-2,98
Panel CIPS	-3,90*		-2,45	-2,25	-2,14

**Not:** \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 değerlerini temsil etmektedir.  $\Delta$  fark operatörü olup değişkenin farkının alındığını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları, Schwarz bilgi kriterine göre tespit edilmiştir. Serilerin durağan hale geldiği CADF ve CIPS istatistik değerlerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre kritik tablo değerlerinden mutlak değer olarak büyük olması şeklinde anlaşılabilir.

Tablo 3.37.'de büyüme (Lngdp) değişkeninin anize konu olan ülkeler ve panelin geneli için CADF birim kök testi sonuçlarına ve %1, %5, %10 kritik tablo değerlerine yer verilmiştir<sup>19</sup>. Ayrıca analizde büyüme (Lngdp) serisinin birinci farkı alınmıştır.

Tablo 3.37. ülkeler kapsamında incelendiğinde, I(1) düzeyinde serinin, Bulgaristan, Filipinler, Malezya, Meksika, Romanya, Rusya, Şili, Ukrayna ve Uruguay için durağan

makalenin 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007: 265-312).

<sup>19</sup> Analize konu olan değişken sabitli model için seçilmiştir. Monte Carlo simülasyonu ile oluşturulan CADF kritik tablo değerleri, Pesaran (2007) *A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross-Section Dependence* adlı makalesinin 275. sayfasındaki tablo I(b)' den ve CIPS kritik tablo değerleri 280. sayfasındaki tablo II (b)'den alınmıştır. Panelin geneli için CADF testi sonuçlarını ifade eden CIPS istatistiği sonuçları CADF istatistiklerinin ortalaması alınarak elde edilmektedir (Pesaran, 2007: 265-312).

olduğu, diğer ülkeler için ise birim kök içerdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Aynı zamanda panelin genelini ifade eden CIPS istatistiği sonucuna göre de, I(1) düzeyinde büyüme serisinin birim kök içermediği yani durağan olduğu görülmektedir. Buna göre panelin genelinin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serilerin durağan olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

CADF birim kök testi sonucunda elde edilen CIPS istatistikî değerleri analize dahil olan tüm serilerin I(1) düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir. Serinin I(1) durağan olması eş bütünleşme testinin yapılabilmesi için bir ön koşul niteliğindedir.

#### 3.4.2.4. Eş bütünleşme katsayılarının homojenliğinin test edilmesi

Tablo 3.38.'de, analize konu olan gelişmekte olan ülkelerin eş bütünleşme katsayılarının homojenlik testine yer verilmiştir. Bu doğrultuda Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen delta homojenlik testi kullanılmıştır.

Tablo 3.38. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Eş Bütünleşme Katsayılarının Homojenlik Testi

	Test istatistiği	Olasılık değeri
$\hat{\Delta}$	2.865	0.002
$\hat{\Delta}_{adj}$	3.046	0.001

Tablo 3.38.'ye göre, hesaplanan olasılık değerleri 0,05 olasılık değerinden küçüktür. Eğim katsayılarının homojen olduğunu ifade eden  $H_0$  hipotezi %5 anlamlılık düzeyine göre reddedilmekte ve heterojen olduğunu ifade eden  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir. Bu sonuca göre özellikle paneli oluşturan ülkeler için eş bütünleşme katsayıları anlamlı ve yorumlanabilir düzeydedir.

#### 3.4.2.5. Yapısal kırılmalı panel eş bütünleşme testi

Analizin bu kısmında Basher ve Westerlund (2009) tarafından geliştirilen yapısal kırılmalı eş bütünleşme testine yer verilmiştir. Yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi analizi ile hem eş bütünleşme ilişkisinin tespiti sağlanmakta hem de analize konu olan ülkelerin kırılma tarihleri elde edilebilmektedir.

Tablo 3.39. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Testi

	LM test istatistiği sonucu	Asimtotik olasılık değeri	Karar	Bostrap olasılık değeri	Karar
<b>Kırılmaların dikkate alınmadığı durum</b>					
<b>Sabitte</b>	1.612	0.053	Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.	0.836	Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.
<b>Sabitte ve trendde</b>	5.175	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.	0.009	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur.
<b>Kırılmaların dikkate alındığı durum</b>					
<b>Sabitte</b>	-5.818	1.000	Eş-bütünleşme ilişkisi vardır	0.896	<i>Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.</i>
<b>Sabitte ve trendde</b>	34.205	0.000	Eş-bütünleşme ilişkisi yoktur	0.699	<i>Eş-bütünleşme ilişkisi vardır.</i>

**Not:** Olasılık değerleri bootstrap kullanılarak 1000 döngü ile elde edilmiştir.

Tablo 3.39.'da analize konu olan gelişmekte olan ülkeler için yapısal kırılmalı eş bütünleşme testine yer verilmiştir. Tablo 3.39. incelendiğinde, yatay kesit bağımlılığı ve kırılmaların dikkate alınması halinde yorumlanması gereken Bootstrap olasılık değerlerinin 0,05 olasılık değerinden büyük olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla %5 anlamlılık düzeyinde eş bütünleşme ilişkisinin varlığını ifade eden  $H_0$  hipotezi kabul edilirken  $H_1$  hipotezi reddedilmektedir. Modelde eş bütünleşmenin varlığı, ülkelerin özellikle uzun dönemde eş güdümlü olarak hareket ettiğini göstermektedir. Bu da bize ülkeler açısından katsayıların yorumlanabilir olduğunu ifade etmektedir.

#### 3.4.2.6. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesi

Yapısal kırılmalı eş bütünleşme testi sonucunda modelde eş bütünleşme ilişkinin varlığının tespit edilmesi, değişkenlerin uzun dönem katsayılarının güvenilir olduğunu ifade etmektedir. Uzun dönem eş bütünleşme katsayılarının tahmin edilmesinde Paseran (2006) tarafından oluşturulan yatay kesit bağımlılığını göz önünde bulunduran CCE tahmincisi kullanılmıştır.

Tablo 3.40. Gelişmekte Olan Ülkelerin Uzun Dönem Eş Bütünleşme Katsayıları

Ülkeler	Lnfdi	t-ist	Lngdp	t-ist
Brezilya	-0.439	-0.63	0.766	0.87
Bulgaristan	-1.033	-1.32***	-1.076	-0.84
Çin	-0.623	-3.33*	1.267	3.46*
Filipinler	-0.205	-1.88**	0.548	0.60
Güney Afrika	-0.260	-0.88	-2.001	-0.74
Hindistan	-0.083	-0.96	-1.715	-8.66 *
Macaristan	-0.193	-0.35	-7.425	-1.34***
Malezya	-0.112	-1.81**	-0.527	-0.54
Meksika	-1.243	-2.50*	-12.280	-5.84*
Romanya	-0.933	-2.65*	2.521	3.24*
Rusya	-0.263	-0.69	-7.096	-3.96*
Şili	0.151	0.35	-5.469	-1.96**
Türkiye	0.731	1.01	0.594	0.48
Ukrayna	-0.123	-0.52	2.124	1.40***
Uruguay	-1.40	-3.18*	-10.637	-4.44*
Panel Genel	-0.402	-2.77**	-2.693	-2.21**

**Not:** t istatistiğinin hesaplanmasında; Newey-West değişen varyans standart hatası kullanılmıştır. Tablo değerleri %10, %5 ve %1 için sırasıyla 1.29, 1.66 ve 2.36'dir. Değerler \*\*\*, \*\* ve \* ile sembolize edilmiştir.

Tablo 3.40.'ta, ilk olarak ele alınan ülkeler için sonrasında ise modelin geneli için DYSY girişlerinin işsizlik üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Panelin geneli için DYSY'nin işsizlik üzerindeki etkisinin anlamlı ve açıklanabilir düzeyde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modele göre DYSY girişlerindeki %10'luk artış, analize konu olan gelişmekte olan ülkelerin işsizlik düzeylerini %4 oranında azaltmaktadır.

Analize konu olan gelişmekte olan ülkeler bağlamında ayrı ayrı incelendiğinde ise Bulgaristan, Çin, Filipinler, Malezya, Meksika, Romanya ve Uruguay'da DYSY'nin işsizlik üzerindeki etkisinin anlamlı ve açıklanabilir düzeyde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle Çin ekonomisinde DYSY'nin yeri yadsınmaz düzeyde büyüktür. Analiz sonuçlarına göre de ülkeye giren DYSY'deki %10'lık artış, işsizlik düzeyini %6,2 oranında azaltmaktadır.

DYSY girişlerinin genel olarak ülkelerin işsizlik oranlarını azaltması beklenen bir sonuçtur. Fakat aralarında Türkiye'nin de olan bazı ülkelerde DYSY'nin istihdam üzerinde anlamlı bir etkisi ortaya çıkmamıştır. Bunun en temel nedeni DYSY'nin ülkede gerçekleşme şeklinden kaynaklanmaktadır. DYSY eğer ülkede yeni bir işletme kurarak faaliyet göstermeye başlarsa bu durumda ülkenin istihdam oranı artış göstererek işsizlik düzeyi azalmaktadır. Fakat kimi zaman DYSY ev sahibi ülkede var olan ve faaliyetini sürdüren herhangi bir işletmeyi satın alarak ülkeye giriş yapmaktadır. Bu gibi durumlarda ülkenin işsizlik oranlarında herhangi bir değişim yaşanmamaktadır.

Panelin geneli için tahmin edilen modelde ekonomik büyümedeki %1'lik artışın işsizlik düzeyini %2,69 oranında azalttığı görülmektedir. Ülkeler genelinde incelendiğinde Çin, Hindistan, Macaristan, Meksika, Romanya, Rusya, Şili, Ukrayna ve Uruguay'ın katsayılarının anlamlı ve açıklanabilir düzeyde olduğu sonucuna varılmıştır.



#### 4. TARTIŞMA VE SONUÇ

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları ülkelerin makro ekonomik göstergeleri üzerinde önemli bir yere sahiptir. Özellikle DYSY, sermayenin kıt olduğu ülkelerde üretim ve istihdam yönünden pozitif etki yaratmaktadır. Yaygınlaşmaya başladığı ilk yıllarda sermaye gereksinimi duyan ülkeler tarafından çeşitli teşviklerle desteklenen yabancı yatırımlar, son yıllarda gelişmiş ülkeler tarafından da talep görmektedir. Bu alandaki literatür incelendiği zaman özellikle gelişmekte olan ülkeler bağlamında yapılan çalışmaların daha yoğun olduğu görülmektedir. Bu çalışmada DYSY ve portföy yatırımlarının etkileri hem gelişmiş ülkeler hem gelişmekte olan ülkeler kapsamında incelenmektedir.

Geçmişten günümüze büyüme teorileri incelendiğinde, DYSY'lerin ve portföy yatırımlarının uzun bir süre teorilerde önemli bir yere sahip olmadığı görülmektedir. Bunun en büyük nedeni özellikle teknoloji gibi faktörlerin büyüme teorilerinde yer almaması olarak gösterilebilir. Buna karşın Neo-Klasik büyüme teorileri ile teknolojinin üretimdeki yeri vurgulanmaya başlanmıştır. Fakat içsel değişken olarak modele dahil edilmemiştir. Bu da Neo-Klasik büyüme modelinin en büyük eksikliği olarak vurgulanmaktadır. 1980 yılı sonrası, yalnızca sermaye birikiminin büyüme üzerindeki etkilerinin dikkate alınmasının yetersiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sermaye birikimine ilaveten teknoloji, bilgi birikimi ve ar-ge faaliyetlerinin üretimdeki önemi vurgulanmıştır. Bu bağlamda teknolojinin ve özellikle ar-ge çalışmalarının büyümedeki önemini vurgulayan içsel büyüme modelleri ortaya çıkmıştır. Teorilere göre, söz konusu faaliyetler ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde olumlu etki yaratmaktadır. Bunlar ise ülkeye özellikle yabancı sermaye yatırımları aracılığıyla giriş yapmaktadır. Sanayi devrimi sonrası ortaya çıkan DYSY yatırımları ise büyüme teorilerinde gecikmeli olarak 1980 yılı sonrası yer almaya başlamıştır.

Dünya genelinde 2019 yılında, gelişmiş ülkelere yaklaşık 800 milyar dolar, gelişmekte olan ülkelere ise 685 milyar dolar düzeyinde DYSY girişi olduğu görülmektedir. Ayrıca analizde incelenen gelişmiş ülkeler arasında ABD, en fazla DYSY çeken ülke konumundadır. Ülkeye 2018 yılında 254 milyar dolar, 2019 yılında ise 246 milyar dolar DYSY girişi gerçekleşmiştir. Bu durum gelişmiş ülkeler açısından da DYSY'nin önemini vurgulamaktadır. 2019 yılı baz alındığında Çin 141 milyar dolarlık DYSY girişi ile dünya sıralamasında ikinci sırada yer almaktadır. Gerek ülkedeki teknoloji yoğunluğu gerekse ucuz işgücü, Çin'e olan DYSY'lerin artmasına neden olmaktadır.

Bu çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkilerini ortaya koymak amaçlanmıştır. Bu kapsamda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayrı ayrı ele alınmak üzere dört farklı model oluşturulmuştur. Analize konu olan on beş gelişmiş ve on beş gelişmekte olan ülkenin 1993-2018 yılları arası, ekonomik büyüme oranları, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları, faiz oranları, döviz kurları ve istihdam oranları değişkenlerine yer verilmiştir.

Birinci modelde, gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve portföy yatırımlarının, ekonomik büyüme üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Uzun dönem analiz sonuçlarına göre, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, faiz oranları ve döviz kurunun uzun dönem eş bütünleşme katsayısı anlamlı ve yorumlanabilir olarak saptanırken, portföy yatırımlarında anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır. Bunun en önemli nedeni portföy yatırımlarının kısa vadeli kar amacı güden yatırımlar olmasıdır. Analize göre söz konusu yatırımların ekonomik büyüme ve reel sektör üzerinde önemli bir etkisi tespit edilmemiştir.

Birinci modelin analizi sonucunda DYSY'deki %10'luk artışın, ekonomik büyümeyi %0,07 oranında arttırdığı görülmektedir. Bu durum DYSY'nin gelişmiş ülkeler tarafından talep edilmesinin altında yatan sebeplerden biridir. Ülkeler bazında incelendiğinde ise, Almanya, Finlandiya, Kanada, Hollanda, İngiltere, İspanya, İtalya ve Norveç'te DYSY'nin ekonomik büyüme üzerinde anlamlı ve açıklanabilir etkiler yarattığı görülmektedir.

Analizde, açıklayıcı değişkenler olarak faiz oranları ve döviz kuru ele alınmıştır. Birinci modelin genel analiz sonucuna göre, faiz oranları ve döviz kurunun katsayıları anlamlı ve açıklanabilir düzeyde olduğu tespit edilmiştir. Faiz oranlarındaki %10'luk artış, ülkelerin ekonomik büyümesini %0,18 oranında azaltmaktadır. Ülkeler açısından incelendiğinde ise, analize konu olan ülkelerin büyük kısmında faiz oranlarının etkisi anlamlılık göstermektedir. Genel literatürde de faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı bilinmektedir. Ülkelerin faiz oranlarındaki artış, söz konusu ülkelerin risklilik düzeyinin arttığını ifade etmektedir. Aynı zamanda faiz oranlarının yüksek olması yurt içi yatırımları da olumsuz yönde etkilemektedir. Bunun sonucunda ise ülkelerin büyüme düzeylerinde azalış yaşanmaktadır.

Diğer bir bağımsız değişken olan döviz kurunun katsayısı da anlamlı ve açıklanabilir niteliktedir. Analiz sonucuna göre döviz kurundaki %10 artışın, ekonomik büyümeyi %0,14



oranında arttırdığı görülmektedir. Döviz kurundaki artış genel olarak ülke ekonomilerini ihracat ve ithalat yönünden artış azalış şeklinde kendini göstermektedir. Özellikle kurda yaşanan artış sonucunda ülkenin ihracattan elde ettiği kazanç artış göstermektedir. Fakat bunun yanı sıra ülkenin ithalat giderleri de aynı doğrultuda artmaktadır. Ülkelerin ihracat miktarlarının, ithalat miktarlarından fazla olması (dış ticaret fazlası) durumunda döviz kuru artışı, ülke ekonomilerini olumlu yönde etkilemektedir.

Analiz kapsamında oluşturulan ikinci modelde, DYSY ve portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda DYSY, faiz oranları ve döviz kuru katsayılarının, gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları üzerindeki etkisi anlamlı ve yorumlanabilir düzeyde belirlenmiştir. DYSY'deki %10 artış, büyüme oranlarını, %1,4 düzeyinde arttırmaktadır. Ülkeler bazında incelendiğinde ise, analize konu olan ülkeler arasında, Bulgaristan, Çin, Filipinler, Hindistan, Macaristan, Malezya, Meksika, Romanya, Türkiye, Ukrayna ve Uruguay'ın DYSY eş bütünleşme katsayıları anlamlılık göstermektedir. Analiz sonucunda özellikle gelişmekte olan ülkeler bağlamında DYSY'nin büyüme üzerindeki etkisinin daha yoğun olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum literatürle benzerlik göstermektedir. Modelin geneli çerçevesinde portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı sonucuna varılmaktadır. Bunun nedeni; portföy yatırımlarının DYSY'ye göre daha kısa vadeli yatırımlar olması ve üretim üzerindeki rolünün daha sınırlı olması olarak gösterilebilir.

Birinci ve ikinci modelde elde edilen sonuçlar, Gregorio (1992), Borensztein vd. (1998), Olofsdotter (1998), Campos ve Kinoshita(2002), Hsiao ve Shen(2003), Bende-Nabende (2003), Choe (2003), Hansen ve Rand(2004), Değer ve Emsen (2006), Johnson (2006), Altun ve Mutan(2007), Thangamani v.d.(2011), Gürsoy ve Kalyoncu( 2012) ve Taşdemir ve Erdaş (2018), DYSY'nin büyüme üzerindeki etkilerinin olumlu yönde olduğu sonucuna ulaşan çalışmalar ile uyumluluk göstermektedir. Diğer yandan literatürde yer alan, DYSY'nin ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinin negatif yönde olduğu belirten çalışmalar ile uyum sağlamamaktadır. Ayrıca yapılan çalışma, portföy yatırımlarının ülke ekonomileri üzerinde pozitif etki yarattığını vurgulayan, Soto(2000), Reisen ve Soto (2001),McLean ve Shrestha (2002), Demir (2007), Ferreira ve Laux (2009), Albulescu (2015), Clement (2019) ve Benli (2019), çalışmaları ile uyumlu değildir.

Analiz kapsamında oluşturan üçüncü modelde, DYSY'nin gelişmiş ülkelerin istihdam oranları üzerindeki etkisi irdelenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda işsizlik oranları bağımlı değişken olarak ele alınırken, DYSY ve büyüme oranları bağımsız değişkenler olarak analize dahil edilmiştir. Modelin genel sonucuna göre DYSY ve ekonomik büyümenin istihdam oranı üzerindeki etkisinin açıklanabilir ve anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analize göre, gelişmiş ülkelere DYSY girişleri %10 arttığında, işsizlik oranları %0.0029 oranında azalış göstermektedir. Sonucun anlamlı ve beklentilerle uyumlu olmasına rağmen rakamın düşük olması, DYSY'nin ülkeye giriş şekliyle bağdaştırılabilir. Söz konusu ülkelerin büyük çoğunluğunda gerçekleşen DYSY girişlerinin ev sahibi ülkede var olan işletmelerin devri ya da ortaklık şeklinde gerçekleşmiş olabileceği düşünülebilir. Ayrıca diğer bir bağımsız değişken olan büyüme oranlarının katsayısı da anlamlı ve açıklanabilir düzeydedir. Modelin geneli bağlamında ekonomik büyüme düzeylerindeki %1 artış, işsizlik oranlarını %13 düzeyinde azaltmaktadır. Bu durumda literatür ile uyum sağlamaktadır.

Dördüncü model, DYSY'nin gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranları üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla oluşturulmuştur. Analiz sonucunda panelin geneli için DYSY'nin ve büyüme oranlarının uzun dönem eş bütünleşme katsayıları anlamlı ve yorumlanabilir olarak bulunmuştur. Çalışmaya göre, DYSY'deki %10 artış, gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranlarını % 4 düzeyinde azaltmaktadır. Bunun yanı sıra söz konusu ülkelerin büyüme düzeylerindeki %1 artış ise işsizlik oranlarını, %2,6 oranında azaltmaktadır. Analiz ülkeler bazında incelendiğinde ise Türkiye de dahil olmak üzere ele alınan bazı ülkelerde DYSY'deki artışın işsizlik oranları üzerindeki etkisi anlamsız çıkmıştır. Bunun temel nedeni DYSY'lere ülkede ne şekilde giriş yaptığıdır. Eğer DYSY ülkede yeşilalan yatırımları yani sıfırdan firma kurulumu, yeni bir yatırım şeklinde olursa ülkenin işsizlik oranları azalma göstermektedir. Fakat var olan bir işletmenin devri şeklinde ya da özelleştirme biçiminde gerçekleşirse ülkenin istihdam oranında herhangi bir değişiklik yaratmamaktadır. Son yıllarda Türkiye'de gerçekleşen yabancı yatırımların büyük çoğunluğu var olan işletmenin devri ya da özelleştirme şeklinde gerçekleşmiştir. Bu da DYSY'nin ülkenin işsizlik oranı üzerinde pozitif etki yaratmamasına neden olmaktadır.

Üçüncü ve dördüncü model incelendiğinde, DYSY'nin analizde yer alan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin işsizlik düzeyleri üzerinde azaltıcı etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. Literatür incelendiğinde, Blomström (1997), Andersen ve Hainaut (1998), Mickiewicz vd.(2000), Golejewska (2002), Hunya ve Geishecker (2005), Fu ve

Balasubramanyam (2005), Karlsson vd (2009), Jude ve Pop-Silaghi (2015) ve Şahin (2016) çalışmaları ile uyumlu sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bunun yanı sıra Brainard ve Riker (1997), Brandy ve Wallace (2000), Mariotti (2003), Aktar ve Öztürk (2009), Pinn vd. (2011), Saray (2011) ve Sandalcılar (2012) ile aynı doğrultuda sonuçlara ulaşılmamıştır.

Çalışmanın ortaya çıkardığı sonuçlara bağlı olarak, yabancı sermayenin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomiler üzerinde etkileri açık bir şekilde görülmektedir. Bu kapsamda yabancı yatırıma ev sahipliği yapmak isteyen ülke ilk olarak hangi yatırım türünü talep ettiğini belirlemelidir. Sonrasında ise ekonomik alt yapısını buna uygun hale getirmelidir. Bunlar bürokratik engellerin azaltılması, teşviklerin sağlanması gibi düzenlemeleri kapsamaktadır. Diğer yandan ülkeye DYSY girişi olması halinde, ev sahibi ülke işletmelerinin zarar görmemesi açısından yerel işletmeleri kapsayan düzenlemeler gerçekleştirilebilir. Böylece yabancı işletmenin ev sahibi işletmeler karşısında rekabet gücü kazanarak tekelleşmesinin önüne geçilebilir.

Ülkelere DYSY girişi farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Bazı yatırım türleri ülkedeki işsizlik düzeyini azaltıcı etki yaratırken bazı yatırım türleri ise arttırabilmektedir. Örneğin var olan bir işletmenin devri şeklinde faaliyet gösteren yabancı işletme işsizlik düzeyi üzerinde olumlu bir etki yaratmazken, yeşilalan yatırımları şeklide gerçekleşen DYSY ülkede istihdam sağlayarak işsizlik oranını azaltmaktadır. Bu nedenle ülke DYSY'ye ev sahipliği yaparak işsizliği azaltmayı hedefleyen ülkeler özellikle yeşil alan yatırımlarına yönelmeli ve yabancı yatırımcıya bu alanda teşvikler sağlamalıdır.

Diğer yandan günümüzde gelişmekte ülkeler tarafından da talep gören DYSY'ler büyük çoğunlukla gelişmekte olan ülkeleri tercih etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin önemli bir kısmında ise bölgesel ekonomik farklılıklar söz konusudur. Bu bölgesel farklılıkları azaltmak isteyen ülkeler DYSY'leri özellikle ekonomik olarak az gelişmiş bölgelere çekmek için bu bölgeleri yatırıma cazip hale getirerek, bölgelerin kalkınmalarına katkı sağlayabilirler. Böylece bölgelerarası gelir farklılıklarını da azaltabilirler. Öte yandan ülkelerin yurtiçi üretimin yetersiz olduğu sektörlere DYSY'leri çekmeleri gerek üretim hacmi gerekse GSYH açısından yararlı olabilecektir. Ayrıca bu alandaki yan sanayinin gelişmesini de sağlayabilir.

Günümüzde gelişmekte olan ülkelerin üretimlerinde karşılaşılan en büyük sorunlardan biri üretimde kullanılan girdilerin bir kısmının ithal edilmesidir. Bu durum

işletmeler için önemli bir maliyet unsurudur. Eğer kurumlar vergisinde indirim ya da muafiyet gibi teşvikler ile üretimde kullanılan girdileri üreten yabancı işletmelerin söz konusu gelişmekte olan ülkelerde üretim yapması desteklenirse ev sahibi ülke işletmeleri için ara mallara ulaşım daha kolay hale gelebilir ve üretim artış gösterebilir. Bunun yanı sıra ev sahibi ülkedeki tüketici ana ürüne daha ucuz fiyatlarla sahip olabilir.

Kimi zaman gelişmekte olan ülkeler özellikle sanayileşmelerine katkı sağlamak amacıyla ülkeye DYSY girişini desteklemektedirler. Özellikle böyle durumlarda sanayileşmenin yoğun olduğu bölgelerde alt yapısı hazır arsaların yabancı işletmelere bedelsiz ya da daha düşük ücretlerle devredilmesi şeklinde yabancı yatırım desteği sağlanabilir. Bunun yanı sıra hükümet tarafından yabancı yatırımla kurulan işletmelere uygulanabilecek enerji desteği de ülkeye DYSY girişlerini arttırabilir.

DYSY'lerin hızlanmasını isteyen ülkeler bürokratik unsurları azaltmalı, yabancı yatırımcılara danışmanlık hizmeti vermelidir. Cumhurbaşkanlığı hükümet sistemiyle kurulan “Yatırım Ofisi” bu amaca yönelik yatırımcılara hizmet vermektedir.

Diğer bir sermaye yatırımı türü olan uluslararası portföy yatırımları da 1990 yılı sonrası yaygınlık kazanmıştır. Bu yatırımların en önemli özelliği DYSY'ye göre mobilite özelliğinin yüksek düzeyde olmasıdır. Dolayısıyla da faizlerdeki artış o ülkeye yönelen portföy yatırımlarının artmasına neden olurken; ülkelerde ortaya çıkan riskler portföy yatırımlarının tersine dönmesine neden olmaktadır. Söz konusu durum özellikle ekonomik olarak sağlam bir yapısı olmayan ülkeleri derinden etkilemektedir. Bu nedenle de ülkeler uluslararası portföy yatırımına ev sahipliği yapmak istediklerinde ilk olarak finansal sistemlerini daha sağlam bir yapıya oturtarak gerekli şeffaflığı sağlamalıdır. Böylece ülkede oluşabilecek riskleri minimum düzeye indirebilirler.

## 5. KAYNAKLAR

- Abbas, Q., Akbar, S., Nasir, A. S., Ullah, A. H., & Naseem A. (2011). Impact of foreign direct investment on gross domestic. *Global Journal Of Management And Business Research*, 11.
- Açıklan, S. (2009). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (DYY) ve Yurtiçi Yatırımlar Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(1), 1-15.
- Addison, T., & Heshmati, A. (2003). *The new global determinants of fdi flows to developing countries*. Helsinki: UNU-Wider.
- Agarwal, J. P. (1980). Determinants Of Foreign Direct Investment: A Survey. *Weltwirtschaftlichesarchiv*, 116(4), 939-973.
- Agarwal, R. N. (1997). Foreign Portfolio Investment In Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact. *Indian Economic Review, New Series*, 32(2), 217-229.
- Agiomirgianakis, G., Asterio, D., & Papatoma, K., (2003). The determinants of foreign direct investment: a panel data study for the oecd countries. *City University Department of Economics Discussion Paper Series*, 1-18.
- Agodo, O. (1978). The Determinants of U.S. Private Manufacturing Investments in Africa. *Journal of International Business Studies*, 9 (3), 95–107.
- Agosin, M. R., & Machado, R. (2005). Foreign investment in developing countries: Does it crowd in domestic investment?. *Oxford Development Studies*, 33(2), 149-162.
- Agrawal, G., & Khan, M. A. (2011). Impact of fdi on gdp: a comparative study of China and India. *International Journal Of Business And Management*, 6(10), 71-79.
- Aitken, B. J., & Harrison, A. (1999). Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela, *American Economic Review*, 89, 605-618.
- Aizenman, J. (2004). Financial Openin And Development: Evidence And Policy Controversies. *American Economic Review*, 92(2), 65-70.
- Aizenman, J., Jinjark, Y., & Park, D. (2013). Capital flows and economic growth in the era of financial integration and crisis, 1990–2010. *Open Economies Review*, 24(3), 371-396.
- Ajaga, El., & Nunnenkamp, P. (2008). Inward fdi, value added and employment in US States: a panel cointegration approach. *Kiel Institute For The World Economy*.
- Akdiş, M. (1988). Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler; İnceleme Yarışması Mansiyon, Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler, *YASED Yayınları*, 33.

- Aksaraylı, M., ve Tuncay, Ö. (2009). Kısa vadeli sermaye girişi modellemesi: Türkiye örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(1), 105-122.
- Aktar, I., ve Ozturk, L. (2009). Can unemployment be cured by economic growth and foreign direct investment in Turkey? *International Research Journal Of Finance And Economics*, 27, 203-211.
- Alagöz, M., Erdoğan, S., ve Topallı, N. (2008). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme: Türkiye deneyimi 1992-2007. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1), 79-89.
- Alam, A., Arshad, M. U., & Rajput, W. (2013). Relationship of labour productivity, foreign direct investment and economic growth: Evidence from oecd countries. *Journal Of Business And Management Sciences*, 1(6), 133-138.
- Albulescu, C. T. (2015). Do Foreign Direct And Portfolio Investments Affect Long-Term Economic Growth In Central And Eastern Europe? *Procedia Economics And Finance*, 23, 507 – 512.
- Alexander, S., & Murphy, J.C. (1975). *Exchange Rates and Direct International Investment*. Department of Economics. Dallas: Southern Methodist University Working Paper.
- Aliber, R. Z. (1970). A Theory Of Direct Foreign Investment. *The International Corporation*, Cambridge, MA: MIT Press, 17–34.
- Alpar, C. (1980). *Çok Uluslu Şirketler ve Ekonomik Kalkınma* (Üçüncü baskı). Ankara: Turhan Kitapevi.
- Altınay, A., ve Akıncı Ö. S. (2018). Sanayi devriminden 1990'lara dünyadaki finansal yapının gelişimi ve bretton woods kurumlarının ortaya çıkış süreci. *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 2(5), 1-18
- Altun, O., ve Can Mutan, O. (2007). Küresel fon akımlarının gelişmekte olan ekonomilere ve Türkiye ekonomisine etkisi (Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarına ilişkin ampirik çalışma). *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*.
- Alvarado, R., Iniguez, M., & Kyaw, K. S. (2007). Growth effects of fdi and portfolio investment flows to developing countries: a disaggregated analysis by income levels. *Applied Economics Letter*, 16, 277-283.
- Andersen, O. (1993). On The Internationalization Process Of Firms: A Critical Analysis. *Journal Of International Business Studies*, 24(2), 209-230.
- Andersen, P. S., & Hainaut, P. (1998). Foreign direct investment and employment in the industrial countries. *Bank For International Settlements Monetary And Economic Department Basle*, Switzerland, 61.
- Anwara, S., & Nguyen, L. (2010). Foreign direct investment and economic growth in Vietnam. *Asia Pacific Business Review*, 16(1-2), 183-202.

- Apergis, N., Katrakilidis, C. P., & Tabakis, N. M. (2006). Dynamic linkages between fdi inflows and domestic investment: A panel cointegration approach. *Atlantic Economic Journal*, 34, 385-394.
- Arbatli, E. (2011). Economic Policies and FDI Inflows To Emerging Market Economies. *International Monetary Fund Working Paper*.
- Arestis, P. (1996). Post Keynesian Economics: Towards Coherence. *Cambridge Journal of Economics*, 20 (1), 111-136.
- Arestis, P., & Caner, A. (2004). Financial liberalization and poverty: Channels of influence. *The Levy Economics Institute Working Paper*, 411, 1-29.
- Arestis, P., & Demetriades, P. (1999). Financial Liberalization: The Experience Of Developing Countries. *Eastern Economic Journal*, 25(4), 441-457.
- Arıkan, D. (2006). *Türkiyede Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları* (Birinci baskı). İstanbul: Arıkan Yayınevi.
- Asiedu, E., & Esfahani, H. S. (2001). Ownership structure in foreign direct investment projects. *The Review of Economics and Statistics*, 83(4), 647-662.
- Aslan, N., Terzi, N. V., & Sıampan, E. (2014). Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve reel döviz kuru ile ilişkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(10), 15-32.
- Auerbach, P., & Siddiki, J. U. (2004). Financial liberalization and economic development: An assesment. *Journal of Economic Surveys*, 18(3), 231-265.
- Augenblick, M., & Custer, B. (1990). The build, operate and transfer(BOT) approach to infrasture projects in developing countries. *World Bank Working Paper*, 498 (1- 48).
- Aviel, D. (1984). The Multinational Corporation and Host and Home Country. *International Interaction*, 11(3-4), 219-235.
- Ay, S. (2012). Türkiye’de İşsizliğin Nedenleri: İstihdam Politikaları Üzerine Bir Değerlendirme. *Celal Bayar Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 19 (2), 321-341.
- Balamurali, N., & Bagahawatte, C. (2004). Foreign direct investment and economic growth in Sri Lanka. *Sri Lanka Journal Of Agricultural Economics*, 6(1): 37-50.
- Balasubramanyam, V. N., Salisu, M. & Sapsford, D. (1996). Foreign direct investment and growth in ep and is countries. *Economic Journal, Royal Economic Society*, 106(434), 92-105.
- Baldwin, J. R., & Gu, W. (2005). Global links: Multinationals, foreign ownership and productivity growth in Canadian manufacturing. *The Canadian Economy in Transition Series*, 9.
- Bandera, V. N., & White, J. T. (1968). U.S. Direct investments and domestic markets in Europe. *Economia Internazionale*, 21, 117-133.

- Barro, R. J., & Sala-i-Martin, X. (1990). Economic growth and convergence across the united states. NBER Work, 3419.
- Basher S.A., & Westerlund, J. (2009). Panel cointegration and the monetary exchange rate model. *Economic Modelling*, 26, 506–513.
- Bashir, A. H. M. (1999). Foreign Direct Investment And Economic Growth in Some Mena Countries: Theory And Evidence. *Topics In Middle Eastern And North African Economies*, 1.
- Başar, M. (Ed.), (2013). *Portföy Yönetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Batmaz, N., ve Tekeli, S. (2009). Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye örneği (1996-2006) (Birinci baskı). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Behname, M. (2012). Foreign Direct Investment And Economic Growth: Evidence From Southern Asia, *Atlantic Review Of Economics*.
- Bellak C., Leibrecht, M., & Riedi, A. (2008). Labour costs and fdi flows into central and eastern european countries: a survey of the literature and empirical evidence, *Structural Change and Economic Dynamics*, 19, 17–37.
- Bende- Nabende, A. (2002). Globalisation, Fdi, Regional Integration And Sustainable Development Theory, *Evidence And Policy Newyork Routledge Revivals*.
- Bende-Nabende A., Ford, L. J., Santoso B., & Sen, S. (2003). The interaction between fdi, output and the spillover variables: co-integration and var analyses for apec, 1965-1999. *Applied Economics Letters*, (10), 165–172.
- Bengoa, M., & Robles-Sanchez, B. (2003). Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European Journal Of Political Economy*, 19, 529–545.
- Benito, G. R. G., & Gripsrud, G. (1991). The expansion of foreign direct investments: Discrete rational location choices or a cultural learning process?. *Journal of International Business Studies*, 23(3), 461-476.
- Benli, M. (2019). Yabancı Portföy Yatırımı – İktisadi Büyüme İlişkisi: Yönlendirilmiş Döngüsüz Graflar Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 53, 59-72.
- Berthelemy J. C., & Demurger, S. (2000). Foreign direct investment and economic growth: Theory and application to China, *Review Of Development Economics*, 4(2), 140-155.
- Bevan, A. A., & Estrin, S. (2000). Determinants of fdi in transition economies. *Centre for Economic Policy*, 2638.
- Blomstrom, M., & Kokko, A. (1997). The impact of foreign investment on host countries: a review of the empirical evidence. *Copy of World Bank Policy Research Working Paper*, 1745.



- Blomstrom, M., & Sjöholm, F. (1998). Technology transfer and spillovers: Does local participation with multinationals matter?. *Stockholm School of Economics Working Paper Series in Economics and Finance*, 268.
- Blomstrom, M., Fors, G., & Lipsey, R. E. (1997). Foreign direct investment and employment: home country experience in the United States And Sweden. *The Economic Journal*, 107, 1787-1797.
- Blomstrom, M.A., & A. Kokko, (2003). The economics of foreign direct investment Incentives. *Nber Working Paper Series*, 9489.
- Boratav, K. (1993). External Financial Liberalization In Developing Countries: Some Adverse Consequences. *Metu Studies In Development*, 20(1-2), 1-17.
- Boratav, K. (2004). *Yeni Dünya Düzeni Nereye* (İkinci baskı). Ankara: İmge Kitapevi.
- Boskin, M. J. (1978). Taxation, Saving And The Rate Of Interest. *Journal Of Political Economy*, 86(2), 3- 27.
- Bosworth, B. P., & Collins, S. M. (2003). The empirics of growth: An update. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2(115).
- Braconier, H., Norback, P.J.,& Urban, D. (2002). Vertical fdi revisted, *The Research Institute Of Industrial Economics Working Paper*, 579.
- Brady, D., & Wallace M. (2000). Spatialization, foreign direct investment, and labor outcomes in the American states 1978-1999. *Social Forces*, 79(1), 67-105.
- Brainard, S. L., & Riker, D. A. (1997). *Are U.S. multinationals exporting U.S. Jobs?* Cambridge: National Bureau Of Economic Research.
- Breitung J., & Das, S. (2005). Panel unit root tests under cross-sectional dependence. *Statistica neerlandica*, 59(4), 414-433.
- Brennan, M. J., & Cao, H. H. (1997). International portfolio investment flows. *The Journal of Finance*, 52(5), 1851-1880.
- Breuer J. B., Mcnown, R., & Wallace, M. (2002). Series-specific unit root tests with panel data. *Oxford Bulletin Of Economics and Statistics*, 64(5), 527-546.
- Breush, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics, *The Review Of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Brouthers, K. D., & Brouthers, L. E. (2001). Explaining the national cultural distance paradox. *Journal of International Business Studies*, 32 (1), 177-191.
- Buckley, A. (2000) *Multinational Finance* (Fifth edition). New Jersey: Prentice Hall.
- Buckley, P. J. (1988). The Limits Of Explanation: Testing The Internalization Theory Of The Multinational Enterprise. *Journal Of International Business Studies*, 19(2), 181-193.

- Bülbül, O. G. (2019). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstihdam İlişkisi: Kavramsal ve Teorik Çerçeve* (Birinci baskı). Ankara: Gazi Kitapevi.
- Calderon, C., Loayza, N., & Serven, L. (2004). Greenfield foreign direct investment and mergers and acquisitions: feedback and macroeconomic effects. *World Bank Policy Research Working Paper*, 3192.
- Calvo G. A., Reinhard, C. & Leiderman, L. (1994). The capital inflow problem: concepts and issues, *Contemporary Econ Policy*, 12, 54-63.
- Campos, N. F., & Kinoshita, Y. (2002). Foreign direct investment as technology transferred: Some panel evidence from the transition countries. *William Davidson Institute Working Paper*, 438.
- Campos, N., & Yuko, K. (2003). Why Does FDI Go Where it Goes? New Evidence from the Transitional Economies. *IMF Working Papers*, 3(228), 1-32.
- Candemir, A. (2006). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler: Bir Uygulama. *YASED Yayınları*, 1.
- Carkovic, M., & Levine, R. (2005). Does foreign direct investment accelerate economic growth. *Institute For International Economics*, Washington Dc.
- Carrion-i-Silvestre, J. L., Barrio-Castro, T. D., & Lopez-Bazo, E. (2005). Breaking the panels: an application to the gdp per capital. *Econometrics Journal*, 8, 159-175.
- Caves, R. E. (1971). International Corporations: The Industrial Economics Of Foreign Investment. *Economica*, 38(149), 1-27.
- Caves, R. E. (1974). Causes Of Direct Investment: Foreign Firms Shares İn Canadian and United Kingdom Manufacturing Industries. *Thereview Of Economics And Statistics*, 56(3), 279-293.
- Caves, R. E. (1974). Multinational Firms, Competition and Productivity İn Host-Country Markets. *Economica*, 41, 162-176.
- Cecen, A., & Xiao, L. (2014). Capital flows and current account dynamics in Turkey: a nonlinear time series analysis. *Economic Modelling*, 39, 240–246
- Cengiz, V., & Karacan, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları. *International Journal Of Economic And Administrative Studies*, 8(15), 327-344.
- Chanda, A. (2005). The İnfluence Of Capital Controls On Long Run Growth: Where And How Much? *Journal Of Development Economics*, 77, 441-466.
- Charkrabarti, A. (2001). The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions. *Kyklos*, 54(1), 89-114.
- Chaudhuri, K., & Srivastava, D. K. (1999). Dearth of private capital flows in sub-Saharan Africa. *Applied Economics Letters*, 6, 365-368.

- Chirwa, T. G., & Odhiambo, N. M. (2018). Exogenous and endogenous growth models: A critical review. *Comparative Economic Research*, 21(4), 63-84.
- Cho, Y. J. (1990). Mckinnon-Shaw Versus The Nestructuralists On Financial Liberalization: A Conceptual Note. *World Development*, 18(3), 477-480.
- Choi, I. (2001). Unit Root Tests for Panel Data. *Journal of International Money and Finance*, 20, 249-272.
- Choong, C. K., Ahmad, Z., Zulkornain, Y., & Habibullah, M. S. (2010). Private Capital Flows, Stock Market And Economic Growth In Developed And Developing Countries: A Comparative Analysis. *Japan And The World Economy* 22: 107-117.
- Chowdhury, A., & Mavratos, G. (2006). Fdi and growth: what causes what?. *World Economy*, 29(1), 9-19.
- Chuhan, P. (1994). *Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets?* Washington D.C: World Bank Policy Research Working.
- Claessens, S., Dooley, M. P., & Warner, A. (1995). Portfolio capital flows: hot or cold?. *The World Bank Economic Reviews*, 9(1), 153-174.
- Clement, E., & Maureen, I. (2019). Foreign portfolio investment on economic growth of nigeria: an impact analysis. *International Journal Of Academic Management Science Research*, 3(3), 24-36.
- Coase, R. H. (1937). The Nature Of The Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Coe, D. T., & Helpman, E. (1995). International R&D spillovers. *European Economic Review*, 39, 859-887.
- Connor, G., & Korajczyk, R. A. (1993). The Arbitrage Pricing Theory and Multifactor Models of Asset Returns, *Working Paper*, 139, 1-87.
- Crotty, J. R. (1996). Is New Keynesian Investment Theory Really “Keynesian”? Reflections on Fazzari and Variato. *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(3), 1-21.
- Culem, C. G. (1988). The Locational Determinants Of Direct Investments Among Industrialised Countries. *European Economic Reviews*, 32, 885-904.
- Curtis, G. (2004). Modern portfolio theory and behavioral finance. *The Journal of Wealth Management*, 7(2), 16-22.
- Da Fonseca M. A. R. (1998). Brazil’s Real Plan. *Lournal Of Latin American Studies*, 30(3), 619-639.
- De Mello, J. R. (1999). Foreign Direct Investment Led Growth Evidence From Time Series And Panel Data. *Oxford Economic Papers*, 51(1), 133-151.
- De Mello, J. R., & Luiz R. (1999). Foreign direct investment-led growth: evidence from time series and panel data, *Oxford Economic Papers*, 51(1), 133-151.

- De Vita, G., & Kyaw, K.S. (2009). Growth effects of fdi and portfolio investment flows to developing countries: a disaggregated analysis by income levels. *Applied Economics Letters*, 16, 277–283.
- Değer, M. K., ve Emsem, E. (2006). Geçiş ekonomilerinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme ilişkisi: panel veri analizi (1990-2002), *Çukurova Üniversitesi İibf Dergisi*, 7(2), 121-137.
- Demir, Y. (2007). Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İibf Dergisi*.
- Deng, Z., Falvey, R., & Blake, A. (2012). Trading market access for technology? tax incentives, foreign direct investment and productivity spillovers in China. *Journal of Policy Modeling*, 34, 675–690.
- Denisia, V. (2010). Foreign Direct Investment Theories: An Overview Of The Main Fdi Theories. *European Journal Of Inter Disciplinary Studies*, 2(2), 104-110.
- Devlet Planlama Teşkilatı (2000). *Küreselleşme Özel İhtisas Raporu*. Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı, 36-37.
- Doğan B., & Can, M. (2016). Doğrudan yabancı yatırımlar istihdamı etkiliyor mu? Türkiye örneğinde ardl sınır testi yaklaşımı. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 53(614), 9-20.
- Doğanay, M., & Aktaş, R. (2019). *Tahvil Değerlemesi*. 9 Eylül 2019 tarihinde [Http://Www.Dtaudit.Com/Dosyalar/Egitim/Kurumsal%20y%C3%B6netim%20%C4%B0lkeleri%20ve%20finansal%20yonetim/B%C3%B6l%C3%bcm%204%20tahvil%20de%C4%9ferlemesi.Pdf](http://www.dtaudit.com/dosyalar/egitim/kurumsal%20y%C3%B6netim%20%C4%B0lkeleri%20ve%20finansal%20yonetim/B%C3%B6l%C3%bcm%204%20tahvil%20de%C4%9ferlemesi.pdf) adresinden alınmıştır.
- Domar, E. D. (1946). Capital Expansion, Rate Of Growth, and Employment. *Econometrica*, 14(2), 137-147.
- Driffield, N., & Hughes, D. (2003). Foreign and domestic investment: Regional development or crowding out?. *Regional Studies*, 37, 277-288.
- Duasa, J., & Kassim, S.H. (2009). Foreign portfolio investment and economic growth in Malaysia, *The Pakistan Development Review*, 48(2), 109-123.
- Dunning J. H. (1988). The Eclectic Paradigm Of International Production: A Restatement And Some Possible Extensions. *Journal of International Business Studies*, 19, 1–31.
- Dunning, J. H. (1977). Trade, Location of Economic Activity and The MNE: A Search For an Eclectic Approach. *International Business Review*, 9(2000), 163-190.
- Dunning, J. H. (1994). Re-Evaluating The Benefits Offoreign Direct Investment. *Transnational Corporations*, 3(1), 23–51.
- Dunning, J. H., & Lundan, S. M. (2008). *Multinational enterprises and the global economy*. (Second edition). Usa: Edward Elgar Publishing.

- Dunning, J. H., & Narula, R. (1993). Transpacific foreign direct investment and the investment development path: the record assessed. 14 Mart 2021 tarihinde [https://www.researchgate.net/publication/286269707\\_The\\_investment\\_development\\_path\\_revisited\\_Some\\_emerging\\_issues](https://www.researchgate.net/publication/286269707_The_investment_development_path_revisited_Some_emerging_issues) adresinden alınmıştır.
- Duran, J. J., & Ubeda, F. (2005). The investment development path of newly developed countries. *International Journal of the Economics of Business*, 12(1), 123–137.
- Durham, J. B. (2004). Absorptive Capacity And The Effects Of Foreign Direct Investment And Equity Foreign Portfolio Investment On Economic Growth. *European Economic Review*, 48, 285–306.
- Dutt, A. K. (1991). Interest rate policy in LDCs: A Post Keynesian View. *Journal of Post Keynesian Economics*, 13(2), 210-32.
- Eberhardt, M., & Bond, S. (2009). *Cross-section dependence in nonstationary panel models: a novel estimator*. Germany: University Library Of Munich.
- Eberhardt, M., & Bond, S. (2009). Cross-section dependence in nonstationary panel models: a novel estimator, *MPRA Paper*, 17692.
- Ekinci, A. (2005). *Çin Yabancı Sermaye Türkiye*. Ankara: Turhan Kitapevi.
- Ekinci, A. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2) 71-96.
- Emir, M., & Kutlu, M. (2014). Relationship between foreign direct investment and economic growth in developing countries. *Journal Of Economics*, 1(1), 38-45.
- Eniekezimene, A. F. (2013). The Impact Of Foreign Portfolio Investment On Capital Market Growth: Evidence From Nigeria. *Global Business and Economics Research Journal*, 2(8), 13-30.
- Erdoğan, A. (2016). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Eren, A. (2011). *Türkiye Ekonomisi* (Üçüncü baskı). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Ernst, C. (2005). The Fdi- Employment Link In A Globalizing World: A Case Of Argentina, Brazil And Mexico. *İlo Employment Analysis Uni*, 17(14).
- Esen, O. (1998). Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları, *Ekonomik Yaklaşım*, 9(30), 59-70.
- Esso, J. (2010). Long-Run Relationship And Causality Between Foreign Direct Investment And Economic Growth: Evidence From Ten African Countries. *International Journal Of Economics And Finance*, 2(2), 158-177.
- Eun, C. S., & Bruce G. R. (2002). *International financial management*. 2nd edition irwin: mcgraw hill publishing. Wesso gr. 2001. The dynamics of capital flows in south

- Africa: an empirical investigation. *South African Reserve Bank. Quarterly Bulletin*, 59–77.
- Fama, E. F. (1965). Random Walks In Stock Market Prices. *Graduate School Of Business University Of Chicago*, 16,75-80
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal Of Economic perspectives*, 18(3), 25-40
- Fan, X., & Dickie, P. M. (2000). The contribution of foreign direct investment to growth an stability: a post crisis asean. *Asean Economic Bulletin*, 17, 312-323.
- Fazzari, S., & Variato, A. M. (1994). Asymmetric information and keynesian theories of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 6(3), 351-370.
- Feenstra, R. C., & Hanson, G. H. (1997). Foreign direct investment and relative wages: evidence from Mexico's maquiladoras. *Journal Of International Economics*, 42, 371–393.
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2009). Portfolio flows, volatility and growth. *Journal Of International Money And Finance*, 28, 271-292.
- Fine, B. (2000). Endogenous Growth Theory: A Critical Assessment. *Cambridge Journal of Economics*, 24(2), 245–265.
- Flaherty, M. T., & Raubitschek, R. (1990). Local presence and international manufacturing in technology-Intensive industries. Japan and the world economy. *International Journal of Theory and Policy*, 2, 301–326.
- Flowers, E. B. (1976). Oligopolistic Reactions in European and Canadian Direct Investment in the United States. *Journal of International Business Studies*, 7(2), 43-55.
- Foltz, J., Aracı, H., & Kargin, M. (2002). Mergers, acquisitions, joint ventures, and consolidations in agribusiness: An example of acquisition (acquisition of continental grain by cargill). *CBÜ Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 9(1-2), 135-156.
- Fry, M. (1989). Financial Development: Theories And Recent Experience. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 13-28.
- Fry, M. J. (1978). Money, Capital Or Financial Deepening In Economic Development? *Journal Of Money, Credit And Banking*, 10(4), 464-475.
- Fu, X., & Balasubramanyam, V. N. (2005). Exports, foreign direct investment and employment: the case of China. *World Economy*, 28(4), 607-625.
- Galindo, A., Micco, A., & Ordonez, G. (2002). Financial liberalization and growth: Empirical evidence. *InterAmerican Development Bank*, 1-35.
- Garnett R. F. (2006). Paradigms and Pluralism In Heterodoks Economics. *Review Of Political Economy*, 18(4), 521-546

- Ghatak, A., ve Halıcıoğlu, F. (2007). Foreign direct investment and economic growth: Smoe evidence from across the world. *Global Business And Economics Review*, 9(4), 381-394.
- Ghosh, J. (2005). The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries. *DESA Working Paper*, 4.
- Gibson, H., & Tsakalotos, E. (1994). The scope and limits of financial liberalization in developing countries: a critical survey. *Journal of Development Studies*, 30(3), 578-628.
- Golejewska, A. (2002). Foreign Direct Investment And Its Employment Effects In Polish Manufacturing During Transition, *Analizy I Opracowania Keie Ug Nr 4*
- Gooptu, S. (1993). Portfolio Investment Flows To Emerging Markets, International Economic Department. *The World Bank Working Paper*.
- Gooptu, S. (1994). *Are Portfolio Flows To Emerging Markets Complementary Or Competitive*. Washington D.C: World Bank Policy Research Working.
- Gorynia, M., Nowak, J., & Wolniak, R. (2010). Investment development paths of central european countries: a comparative analysis. *Argumenta Oeconomica*, 24(1), 65-87.
- Gregorio, D. J. (1992). Economic Growth İn Latin America. *Journal Of Development Economics*, 39, 59-84.
- Gür, N. (2014). *Doğrudan Yabancı Yatırımların Yerli Şirketler Üzerine Etkileri*. Musiad Araştırma Raporu.
- Gürsoy, F., Sekreter, A., ve Kalyoncu, H. (2013). Fdi and economic growthrelationship based on cross-country comparison. *International Journal Of Economics And Financil Issies*, 3(2), 519-524.
- Gürsoy, F., ve Kalyoncu, H. (2012). Foreign direct investment and growth relationship in Georgia. *İnternational Journal Of Economics And Financial Issues*, 2(3), 267-27.
- Haddad, M., & Harrison, A. (1993). Are there positive spillovers from direct foreign investment? Evidence from panel data from Morocco. *Journal of Development Economics*, 42(1), 51-74.
- Hadri, K. (2000). Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data. *The Econometrics Journal*, 3 (2), 148-161.
- Haller A. (2012). Concepts of Economic Growth and Development. Challenges of Crisis and of Knowledge. *Economy Transdisciplinarity Cognition*, 15(1), 66-71
- Hansen, H., & Rand, J. (2004). On the causal link between fdi and growth in developing countries. *University Of Copenhagen Discussion Papers*, 4(30), 1-21.
- Hanson, G. H. (2001). Should Countries Promote Foreign Direct Investment?. *United Nations Conference on Trade and Development G-24 Discussion Paper Series*, 9.

- Harrison, M. J. (2011). Can Corrupt Countries Attract Foreign Direct Investment? A Comparison Of Fdi Inflows Between Corrupt And Non-Corrupt Countries. *International Business & Economics Research Journal*, 2(9), 93-100.
- Hartman, D. G. (1985). Tax Policy And Foreign Direct Investment. *Journal Of Public Economics* , 26(1), 107-121.
- Harvey, C. R. (1988). The Real Term Structure And Consumption Growth. *Journal Of Financial Economy*, 22, 305–333.
- Hermes N., & Lensink, R. (2003). Foreign direct investment, financial development and economic growth. *Journal Of Development Studies*, 40, 142-163.
- Hill, C. W. L. (2013). *International Business Competing In The Global Marketplace*. University Of Washington.
- Hood, N., & Young, S. (1979). *The economics of multinational enterprise*. London: Longman.
- Hsiao, F. S. T., & Hsiao, M. W. (2006)(a). Fdi, exports, and GDP in east and southeast Asia panel data versus time-series causality analyses, *Journal Of Asian Economics*, 17(6), 1082-1106.
- Hudea, C., Simonai, O., & Stancu, S. (2011). Foreign direct investments, technology transfer and economic growth. A panel approach. *Romanian Journal Of Economic Forecasting*, 15(2), 85-102.
- Hudea, C., Simonai, O., & Stancu, S. (2012). Foreign direct investments, technology transfer and economic growth. A panel approach. *Romanian Journal Of Economic Forecasting*, 15(2), 85-102.
- Hunya, G., & Geishecker, I. (2005). Effects of foreign direct investment in Central and Eastern Europe. *Research Reports*, 321.
- Hymer, S. H. (1976). *International Operation Of National Firms: A Study Of Direct Foreigninvestment*. The Massachusetts Institute Of Technology.
- Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115 (1), 53-74.
- International Monetary Fund (2009). Balance Of Payments And International Investment Position Manual, *Sixth Edition*.
- Iqbal, N., Ahmad, N., Haider, Z., & Anwar, S. (2014). Impact of foreign direct investment(fdi) on gdp: a case study from Pakistan. *International Letters Of Social And Humanistic Sciences*, Switzerland, 16, 73-80.
- İnsel, A., & Sungur, A. P. (2003). Sermaye akımlarının temel makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri: Türkiye örneği 1989 III- 1999 IV. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 8, 1-29.



- Jansen, K. (1995). The Macroeconomic Effects of Direct Foreign Investment: The Case of Thailand. *World Development*, 23(2), 193–210.
- Javorcik, B. S. (2004). Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers through Backward Linkages. *American Economic Review*, 94(3), 605–27.
- Javorcik, B. S. (2015). Does FDI Bring Good Jobs To Host Countries? *The World Bank Research Observer*, 30(1), 74-94.
- Jayaraman, T. K., & Singh, B. (2006). Impact of foreign direct investment on employment in Pacific Island countries: An empirical study of Fiji. *University Of The South Pacific, Uspse*.
- Johanson, J., & Vahlne, J. E. (1977). The Internationalization Process Of The Firm: A Model Of Knowledge. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23–32.
- Johanson, J., & Wiedersheim-Paul, F. (1975). The Internationalization Of The Firm: Four Swedish Cases. *Journal Of Management Studies*, 12, 305-322.
- Jones, C. K. (2017). Modern Portfolio Theory, Digital Portfolio Theory And Intertemporal Portfolio Choice. *American Journal of Industrial and Business Management*, 7, 833-854.
- Jones, C. P., Tuttle, D. L., & Heaton, C. P. (1977). *Essential of Modern Investment*. New York: The Ronald Press Company.
- Jones, J., & Wren, C. (2006). *Foreign direct investment and the regional economy*. Usa: Ashgate Publishing Company.
- Jordaan, J. C. (2004). *Foreign Direct Investment and Neighbouring Influences*. Doctoral Thesis, University of Pretoria, Pretoria Centrel.
- Jude, C., & Pop-Silaghi, M. L. (2015). Employment effects of foreign direct investment. New evidence from central and eastern european countries. *International Economics*, 145, 32-49.
- Kapoor, N. (2014). Financial Portfolio Management: Overview And Decision Making In Investment Process. *International Journal Of Research (IJR)*, 1(10), 1362- 1370.
- Karagöl, T. E., ve Ortakaya, Ü. İ. (2014). Faiz kısılacında ekonomik büyüme. *Seta Perspektif*, 47, 1-5.
- Karagöz, K. (2007). Bir Sosyal Politika Aracı Olarak Doğrudan Yabancı Yatırımların İstihdama Etkisi. *Sosyoloji Konferansları Dergisi*, 36, 99- 114.
- Karlsson, S., Lundin, N., Sjöholm, F., & Ping, H. (2009). Foreign firms and chinese employment. *The World Economy*, 179-201.
- Karlık, R. ( 2013). *Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika* (Onuncu baskı). İstanbul: Beta Yayınları

- Kaur, M., & Dhillon, S. S. (2010). Determinants of foreign institutional investors investment in India. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 3(6), 57-70.
- Kavaljit, S. (2007). *Why Investment Matters: The Political Economy Of International Investments*, India: Madhyam Boks.
- Kazgan, G. (2006). *İktisadi Düşünce ve Politik İktisadın Evrimi* (On İkinci baskı). İstanbul: Remzi Kitapevi.
- Keskintürk, T., Demirci, E., & Tolun, S. (2010). İyi çeşitlendirilmiş portföy büyüklüğünün genetik algoritma tekniği kullanılarak incelenmesi, *Sosyal bilimler dergisi*, 2, 1-5.
- Khachoo, A. Q., & Khan, M. I., (2012). Determinants of FDI inflows to developing countries: A panel data analysis. 22 Nisan 2019 tarihinde <https://mpira.ub.uni-muenchen.de> adresinden alınmıştır.
- Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal Of International Money And Finance*, 27(6), 861-875.
- Klein, M., & Rosengren, E. (1994). The real exchange rate and foreign direct investment in the United States: Relative wealth vs. relative wage effects. *Journal of International Economics*, 36 (3/4), 373-389.
- Knickerbocker, F. T. (1973). Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise. *The International*, 15(2), 7-9.
- Knoedler, H. (2000). Domestic Employment Effects of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence for West-Germany 1986 To 1996. *Management Research Review*, 2(4) , 23-44.
- Kojima, K. (1975). International Trade And Foreign Investment: Substitutes Or Complements. *Hitotsubashi Journal of Economics*, 16(1), 1-12.
- Kojima, K. (1982). Macro Economic Versus International Business Approach To Direct Foreign Investment. *Hitotsubashi Journal Of Economics*, 23, 1-19.
- Kojima, K. (1985). Japanese and American direct investment in asia: a comparative analysis, *Hitotsubashi Journal of Economics*, 26(1),1-35.
- Kravis, I. B., & Robert E. Lipsey R. E. (1988). The effect of multinational firms operations on their domestic employment. *NBER Working Papers*, 2760, 1-24
- Krugell, W. (2005). The Determinant Of Foreign Direct Investment İn Africa. Multinational Enterprises. *Foreign Direct Investment and Growth İn Africa*, 49-71
- Krugman, P. (1994). Defining and Measuring Productivity. 09 Şubat 2020 tarihinde <https://www.oecd.org/sdd/productivity-stats/40526851.pdf> adresinden alınmıştır.
- Kumar, N., & Pradhan, J. P. (2002). FDI, externalities and economic growth in developing countries: Some empirical explorations and implications for WTO negotiations on investment. *In RIS Discussion Paper*, 27.

- Kuttner, K., & Mosser, P. C. (2002). The monetary transmission mechanism: some answers and further questions. *Economic Policy Review*, 8(1), 15-26.
- Kuzucu, S. (2018). Do Foreign Direct Investment And Portfolio Investment Stimulate Economic Growth? Evidence From Developing Countries. *Journal Of Economics, Finance And Accounting*, 5(4), 331-338.
- Lall, P., Norman, D. W., & Featherstone, A. M. (2003). Determinants of us direct foreign investment in the caribbean. *Applied Economics*, 35(13), 1485-1496.
- Lankes, H. P., & Venables, A. J. (1996). Foreign direct investment in economic transition: The changing pattern of investments. *Economics of Transition*, 4(2), 331-347.
- Laureti, L., & Postiglione, P. (2005). The effects of capital inflows on the economic growth in the med area. *Journal Of Policy Modeling*, 27(7), 839-851.
- Lauter, G., & Rehman, Ö. (1999). Central and east european trade orientation and fdi flows: preparation for eu membership. *International Trade Journal*, 13(1), 35-53.
- Lemoine, F. (1998). Integrating Central And Eastern Europe In The European Trade And Production Network. *Working Paper* 107, 1-63.
- Lensink, R., & Morrissey O. (2001). Foreign direct investment: flows volatility and growth in developing countries. *Globalisation and Poverty*.
- Levin, A., Chien-Fu, L., & Chu, S. J (2002), "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", *Journal of Econometrics*, 108 (1), 1-24.
- Levisauskait, K. (2010). *Investment Analysis and Portfolio Management. Leonardo Da Vinci Programme Project*, Vytautasmagnus University, Lithuania.
- Li, X., & Liu, X. (2005). Foreign direct investment and economic growth: an increasingly endogenous relationship. *World Development*, 33(3), 393-407.
- Liang, Y. (2007). Does Foreign Direct Investment Provide Desirable Development Finance? The Case of China. *China & World Economy*, 15(2), 104-120.
- Lin, H. L., & Chuang, W. B. (2007). FDI and domestic investment in Taiwan: An endogenous switching model. *The Developing Economies*, 45(4), 465– 490.
- Lintner, J. (1965). The Valuation Of Risk Assets And The Selection Of Risky Investments In Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
- Lipsey, R. E. (1999) The Role Of Foreign Direct Investment In International Capital Flows. *NBER Working Paper*, 7094.
- Liu, T. (2008). Impact of Regional Trade Agreements on Chinese Foreign Direct Investment. *The Chinese Economy*, 41(5), 68-102.
- Lizonda, S. J. (1990). Foreign Direct Investment. *Imf Working Paper*

- Llanto, G. M. (2008). Review Of Build-Operate-Transfer For Infrastructure Development: Some Lessons For Policy Reform. *Philippine Institute For Development Studies Discussion Paper*, 25, (1-158).
- Loree, D. W., & Guisinger, S. E. (1995). Policy and non policy determinants of u.s. equity foreign direct investment. *Journal of International Business*, 26, 281-299.
- Low, Y. W., & Chan, T. H. (2017). Foreign exchange rate, interest rate, inflation rate and economic growth in malaysia. *Global Business Management. Research*, 9, 110–127.
- Lucas, R. E. (1993). On The Determinants Of Foreign Direct Investment: Evidence From East And South-East Asia. *World Development*, 21, 391-406
- Maddala, G. S., & Wu, S. (1999). A comparative study of unit Root tests with panel data and a new simple test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61(1), 631-652
- Makki, S. S., & Somwaru, A. (2004). Impact of foreign direct investment and trade on economic growth: evidence from developing countries, *Oxford University Press On Behalf Of The Agricultural Applied Economics Association*, 86(3), 795-801.
- Mangram, M. E. (2013). A Simplified perspective Of The Markowitz Portfolio Theory. *Global Journal Of Business Research*, 7(1),59-70
- Mariotti, S., Mutinelli, M., & Piscitello, L. (2003). Home country employment and foreign direct investment: evidence from the Italian case. *Cambridge Journal Of Economics*, 27(3), 419-431.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *The Journal Of Finance Blackwell Publishing*, 7(1), 77-91.
- Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection. Efficient Diversification Of Investments*. Yale University, New York.
- Mathews J. A. (2006). Dragon Multinationals: New Players in 21st Century Globalization. *Asia Pacific Journal Of Management*, 23(1), 5-27.
- McKinnon, R. I. (1989). Financial Liberalization and Economic Development: Reassessment Of Interest Rate Policies In Asia And Latin America. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 29-54.
- Mclean, B., & Shrestha, S. (2002). International Financial Liberalisation And Economic Growth. *Economic Research Department Reserve Bank Of Australia, Research Discussion Paper*, 03.
- Mencinger, J. (2008). The “Addiction” With Fdi and Current Account Balance. *International Center for Economic Research (ICER)*, 16, 1-20.
- Merican, Y. (2009) Foreign Direct Investment and Growth In Asean-4 Nations. *International Journal Of Business And Management*, 4(5), 46-62.
- Merlevede, B., & Schoors, K. (2007). *Fdi and the consequences: towards more complete capture of spillover effects*. William Davidson Institute Working Paper, 886.

- Mete, M. (Ed.), (2018). *Gelişmiş Ülke Ekonomileri* (Birinci baskı). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Mete, M. ve Bozgeyik, Y. (2018). Yükselen piyasalar ekonomisi (Birinci baskı). Bursa: Ekin Yayıncılık.
- Meurer, R. (2016). Portfolio Investment Flows, GDP, and Investment in Brazil. *International Journal of Economics and Finance*, 8(12), 1-9
- Meyer, K. (1998). Determinant of investment: A review of literature. *Direct Investment in Transition*
- Meyer, K., & Estrin, S. (1998). Entry mode choice in emerging markets: greenfield, acquisition, and brownfield. *Center For East European Studies Copenhagen Business School Workingpaper*, 18.
- Mickiewicz, T., Radosevic, S., ve Varblane, U. (2000). The value of diversity: foreign direct investment and employment in central europe during economic recovery. *University Of Tartu Faculty Of Economics And Business Administration*.
- Mike, F., & Kardaşlar, A. (2018). Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çevre kirliliği üzerine etkisi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırma Dergisi*, 16(3), 178-191.
- Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (Seventh Edition). Boston: The Addison-Wesley Series in Economics.
- Moore, M. O. (1993). Determinants of German manufacturing direct investment: 1980-1988. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 129(1), 120-138.
- Moosa, I. (2002). *Foreign Direct Investment Theory Evidence And Practise* (Birinci baskı) London: Great Britain Byantonyroweltd.
- Mortaza, M. G., & Das, N. C. (2007). Foreign direct investment trade liberalization and economic growth: emprical evidence from south Asia and implications for bangladesh policy analysis unit. *Working Paper Series*, Wp0712.
- Mosley, L. (2013). Taking Workers Rights On The Road? Multinational Firms And The Transmission Of Labor Practices. 20 Temmuz 2020 tarihinde <https://Personal.Lse.Ac.Uk/Rickard/Layna.Pdf> adresinden alınmıştır.
- Moyo, C., & Le Roux, P. (2018). Interest rate reforms and economic growth: the savings and investment channel. *Munich Personal Repec Archive*, 85297, 1–22.
- Narayanamurthy, V. (2010). Determinants of FDI in BRICS Countries: A Panel Analysis. *Journal of Business Science and Applied Management*, 5(3), 1-13.
- Narula, R. & Guimon, J. (2010). The Investment Development Path In A Globalised World: Implications For Eastern Europe. *Eastern Journal Of European Studies*, 1(2), 5-19.
- Nayak, D., & Andchoudhury, R. N. (2014). A selective review of foreign direct investment theories. *Asia Pacific Researhand Training Network On Trade Working Paper*, 143

- Ogbonna, A., Calistus, O., & Clement, E. (2019). Foreign portfolio investment and stock market returns in Nigeria. *Journal of Economics and Finance*, 10(6), 1-9.
- Okun, A.M. (1962), Potential GNP: Its Measurement and Significance. *Reprinted as Cowles Foundation Paper*, 190.
- Olofsdotter, K. (1998). Foreign Direct Investment, Country Capabilities and Economic Growth. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 534-547.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2002). *Foreign Direct Investment For Development, Maximising Benefits. Minimising Costs*.
- Organisation For Economic Co-Operation and Development (2008). *Benchmark Definition Of Foreign Direct Investment* (Fourth Edition). 12 Ağustos 2019 tarihinde <https://www.Oecd.Org/Daf/Inv/Investmentstatisticsandanalysis/40193734.Pdf> adresinden alınmıştır.
- Organisation for Economic Co-operation and Development, (2001). Reinvested Earnings And Undistributed Branch Profits, *Glossary Of Statistical Term*. 25 Nisan 2020 tarihinde <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2283> adresinden alınmıştır.
- Öktem U. A.,& Karacal M (2007), Bütçe kılavuzu, TESEV yayınları
- Özgür, T. M. (2014). *Doğrudan Yabancı Yatırım-İktisadi Büyüme İlişkisinde Teknoloji Kanalı: Türkiye Örneği (1988-2012)*. Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Özkan, G. (2018). *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları* (Birinci baskı). İstanbul: Cinius Yayınları.
- Öztürk, İ., ve Kalyoncu, H. (2007). Foreign direct investment and growth: an empirical investigation based on cross-country comparison. *Economia Internazionale*, 60(1), 75-82.
- Papaioannou, S. K., & Dimelis, S. P. (2010). Fdi and ict effects on productivity growth: a comparative analysis of developing and developed countries. *The European Journal of Development Research*, 22(1), 79-96.
- Penaranda, F. (1997). Portfolio Choice Beyond The Traditional Approach. 01 Mayıs 2021 tarihinde <http://eprints.lse.ac.uk/24481/1/dp587.pdf> adresinden alınmıştır.
- Perez, R. P., & Andnogueira, C. G. (2015). *Determinants and home-country effects of fdi outflows evidence from latin american countries*. Mexico: United Nations Publication.
- Pesaran, M. H. (2004) General Diagnostic tests for Cross Section dependence In Panels. *Cambridge Workingpapers In Economics*, 435.
- Pesaran, M. H. (2006). Estimation and Inference In Large Heterogeneous Panels With A Multifactor Error Structure. *Econometrica*, 74(4), 967-1012.

- Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test In The Presence Of Cross Sectiondependence. *Journal Of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
- Pesaran, M. H., & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal Of Econometrics*, 142(1), 50–93.
- Pesaran, M. H., Ullah, A., & Yamagata, T. (2008). A bias-adjusted Im test of error cross-sectionindependence. *Econometrics Journal*, 11(1),105-127.
- Pinn, P. S., Ching, K. S., Kogid, M., Mulok, D., Mansur, K., & Loganathan, N. (2011). Empirical analysis of employment and foreign direct investment in malaysia: an ardl bounds testing approach to cointegration. *Advances in Management and Applied Economics*, 1(3), 77-91.
- Protsenko, A. (2003). *Vertical And Horizontal Foreign Direct Investments In Transition Countries*. Doctoral Thesis, Ludwig-Maximilians-University, Munchen.
- Rachdi, H., & Saidi, H. (2011). The impact of foreign direct investment and portfolio investment on economic growth in developing and developed economies. *Interdisciplinary Journal Of Research In Business*, 1(6), 10-17.
- Ragazzi, G. (1973). Theories Of The Determinants Of Direct Foreign Investment. *IMF, Staff Papers*, 20, 471- 498.
- Rahaman, A. (2015). Effects Of Foreign Direct Investment On Gdp: Emprical Evidence From Developing Country. *Advances In Economics And Business*, 3(12), 587-592.
- Reisen, H., & Soto, M. (2001). Which Types Of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? *International Finance*. 4(1), 1-14
- Reynolds, T., Charles, K., Jia, L., & Christin, Z. Q. (2004). Networking for foreign direct investment: the telecommunications industry and its effect on investment. *Information Economics And Policy*, 16, 159-164.
- Riedel, J. (1975). The Nature And Determinants Of Export- Oriented Foreign Direct Investment In A Developing Country: A Case Study Of Taiwan. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 3, 505-528.
- Rizvi, S. Z. A., & Nishad, M. (2009). The impact of foreign direct investment on employment opportunities: panel data analysis: empirical evidence from Pakistan, India and China. *The Pakistan Development Review* 48(4), 841-851.
- Roberts, A., Wallace, W., & Moles, P. (2016). *Mergers And Acquisition*. Edinburgh Business School Heriot, Wattuniversity
- Romer, P. M. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.
- Romer, P. M. (1990). Endogenous Technological Change, *Journal Of Political Economy*. *The Problem of Development: A Conference of the Institute for the Study of Free Enterprise Systems*, 98(5), 71- 102.

- Ross, S. A. (1976). The Arbitrage Theory Of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341–360.
- Ruzzier, M., Hisrich, R. D., & Antoncic, B. (2006). SME internationalization research: past, present, and future. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 13(4), 476 – 497.
- Sandalcılar, A. R. (2012). Türkiye’de Yabancı Doğrudan Yatırımların İstihdama Etkisi: Zaman Serisi Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(3-4), 273- 285.
- Sandalcılar, A. R. ve Dilek, Ö. (2017). Foreign direct investments, export and economic growth. *Evidences From Selected Developing Countries*, 19, 197-210.
- Saray, M. O. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımlar-İstihdam İlişkisi: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*, 161, 381-403.
- Saurav, A., Liu, Y. & Sinha A. (2020). *A literature review of the effects of fdi on job creation and wages*. Washington: The World Bank Group.
- Saygın, E. (2017). *Ortadoğu’da Kalkınmanın Finansmanı, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Kurumlar* (Birinci baskı). İstanbul: Pınar Yayınevi.
- Scaperlanda, A. E. (1974). Trends, Composition and Determinants Of United States Direct Investment İn Canada. *U.S. Department of Commerce, Office of Foreign Direct Investments*, Washington, DC.
- Schmukler, S. L. (2003). *Financial Globalization: Gain and Pain For Developing Countries*. World Bank
- Schneider, F., & Frey, B. S. (1985). Economic and Political Determinants Of Foreign Direct Investment. *World Development*, 13, 161-175.
- Schoors, K., & Tol, V. D. (2002). Foreign direct investment spillovers within and between sectors: evidence from hungarian data. *Working Papers Of Faculty Of Economics And Business Administration. Ghent University. Belgium*, 2(157).
- Seetanah. B., & Khadaroo, A. J. (2007). Foreign direct investment and growth: New evidences from sub-saharan African countries. *Working Paper, University Of Mauritius*.
- Seyidoğlu, H. (2017). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama* (Yirmi Birinci baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sharma, K., & Bandara, Y. (2010), Trends, patterns and Determinants of Australian foreign direct investment. *Journal of Economic Issues*, 44(3), 661-676.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk. *The Journal Of Finance*, 19, 425-442
- Shatz, H. J., & Venables A. J. (2000). The geography of international investment. *RePEc*.



- Sichei, M. M., & Kinyondo, G., (2012). Determinants of Foreign Direct Investment in Africa: A Panel Data Analysis. *Global Journal of Management and Business Research*, 12(18), 84-97.
- Singh, A., & Weisse, B. A. (1999). The Asian model: A crisis foretold. *International Social Science Journal*, 53(160), 203-215.
- Singh, H., & Jun, K.W. (1995). *Some new evidence on determinants of foreign direct investment in developing countries*. Washington DC: World Bank.
- Singhania, M., & Saini, N. (2017). Determinants of fpi in developed and developing countries. *Global Business Review*, 19(1), 187–213.
- Skorski, T. M. (1996). *Financial Liberalization In Developing Countries*. UK: Edward Elgar Publishing.
- Smarzynska, B. K. (2002). Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms?. *Policy Research Working Paper*, 2923.
- Sofya Ticaret Müsteşarlığı (2017). *Bulgaristan'ın Genel Ekonomik Durumu ve Türkiye ile Ekonomik-Ticari İlişkileri (2016-2017)*, Sofya.
- Solow, R. M. (1956). A Contribution To The Theory Of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
- Soto, M. (2000). Capital Flows And Growth In Developing Countries: Recent Empirical Evidence. *Oecd Development Centre Working Paper No. 160*.
- Spash, C. L., & Schandl, H. (2009). Challenges for Post Keynesian growth theory: Utopia meets environmental and social reality. *Post-Keynesian and Ecological Economics*, 47-76.
- Stiglitz, J. E. (1989). Financial Markets and Development. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 55-68.
- Stockhammer, E., & Onaran, O. (2008). The effect of fdı and foreign trade on wages in the central and eastern european countries in the post-transition era: a sectoral analysis for the manufacturing industry. *Structural Change And Economic Dynamics*, 19(1), 66-80.
- Stockhammer, E., & Ramskogler, P. (2009). Post-keynesian economics – how to move. Forward. *Intervention*, 6(2), 227-246.
- Stulz, R. (2001). Does Financial Structure Matter For Economic Growth? A Corporate Finance Perspective. *Financial Structure And Economic Growth: A Cross-Country Comparison Of Banks, Markets, And Development*. The Cambridge: MIT Press.
- Sugözü İ. H., ve Yaşar, S. (2020). Portföy yatırımları ile ekonomik büyüme ilişkisi: 23 oecd ülkesi için panel veri analizi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 23(1), 198-207.

- Swenson, D. (1994). Impact Of U. S. Tax Reform On Foreign Direct Investment In The United States. *Journal of Public Economics* 54(2), 243-266.
- Şahin, L. (2016). Doğrudan Yabancı Yatırımların İstihdam Etkisinin Ampirik Analizi: Sade Ülkeleri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi, İibf Dergisi*, 6(2), 103-118.
- Şengönül, A., Altıok, M., ve Gürbüz, R. (2007). Finansal serbestleşme sürecinde Türkiye'de kısa vadeli sermaye akımlarının makroekonomik etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 252, 27-48.
- Taban, S. (2016). *İktisadi Büyüme: Kavram ve Modeller* (Dördüncü baskı). Bursa: Ekin Yayıncılık.
- Tabassum N., & Ahmed, P.S. (2014). Foreign direct investment and economic growth: evidence from Bangladesh. *International Journal Of Economics And Finance*, 6(9),117-135.
- Tang, L. (2012). The Direction Of Cultural Distance On FDI: Attractiveness Or Incongruity? *Cross Cultural Management*, 233-256
- Taşdemir, D. F., ve Erdaş, H. (2018). Doğrudan yabancı yatırım, ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye örneği. *Araştırma Makalesi*.
- Thangamani, B., Xu, C., & Zhong, C. (2011). Determinants and growth effect of fdı in south Asian economies: evidence from a panel data analysis. *International Business Research*,4(1) 43-50.
- Thong, L. N., & Hao, N. T. (2019). The Harrod – Domar growth model and its implications for economic development in Vietnam. *International Journal of Humanities Social Sciences and Education (IJHSSE)*, 6(4), 11-17.
- Tiwari, A., & Mutascu, M. (2010). Economic growth and fdı in asia: a panel data approach. *Munich Personal Repec Archive*.
- Tobin, J. (1958). Liquidity preferences as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, 25(2), 65 – 86.
- Tocar, S. (2018) Determinants Of Foreign Direct Investment: A Review. *Review Of Economie Business Studies*, 11(1), 165-196.
- Toylar, M. P., & Sarno, L. (1998). The behavior of real exchange rates during the post-Bretton Woods period. *Journal of International Economics*, 46, 281-312
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2017). Uluslararası Yatırım Pozisyonu. *TCMB Bülten*, 47.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2019). Ödemeler Dengesi Raporu, *Ödemeler Dengesi Altıncı El Kitabı, Aylık Ayrıntılı Sunum*.
- Türksever, F. (2001). *Yabancı doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının karşılaştırmalı analizi ve Türkiye'ye etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul.

- United Nations Conference On Trade And Development (1994). *World Investment Report 1994, Transnational Corporations Employment And The Workplace*, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (1998). *World Investment Report 1998: Trends and Determinants*. New York and Geneva: United Nations.
- United Nations Conference On Trade And Development (1999). *Comprehensive Study Of The Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) And Foreign Portfolio Investment (FPI)*. 22 Mayıs 2019 tarihinde <https://unctad.org/system/files/official-document/pogdsdfsbd5.pdf> adresinden alınmıştır.
- United Nations Conference On Trade And Development (1999). *Foreign Direct Investment And The Challenge Of Development*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2000). *Foreign Direct Investment And The Challenge Of Development*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2001). *Foreign Direct Investment And The Challenge Of Development*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2002), *Transnational Corporations And Export Competitiveness*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2009). *Transnational Corporations, Agricultural Production And Development*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2010). *Investing In A Low-Carbon Economy, United Nations*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2011). *Non-Equity Modes Of International Production And Development*, World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2013). *Global Value Chains: Investment And Trade For Development*, World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2014). *Investing In The Sdgs: An Action Plan*, World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2015). *Reforming International Investment Governance*, World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.

- United Nations Conference On Trade And Development (2016). *Investor Nationality: Policy Challenge*, World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2017). *Investment And The Digital Economy*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2018). *Investment And New Industrial Policies*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2019). *World Investment Report, Special Economic Zones*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- United Nations Conference On Trade And Development (2020). *International Production Beyond The Pandemic*. World Investment Report, Geneva: United Nations Publications.
- Urrutia, J. D., Tampis R. L. & Ateinsa J. B. E. (2017). An analysis on the unemployment rate in the philippines: a time series data approach, *journal of physics*, 820, 1-12.
- Van I. C., Nguyen, T., Nguyen, M. H., & Luong, T. B. (2010). New technology, human capital and growth in a developing country. *Mathematical Population Studies*, 17(4), 215-241.
- Van Wijnbergen, S. (1983). Credit Policy, Inflation And Growth In A Financially Repressed Economy. *Journal of Development Economics*, 13(1-2), 45-65.
- Van Wijnbergen, S. (1985). Macro-Economic Effects Of Changes In Bank Interest Rates. *Journal of Development Economics*, 18(2-3), 541-554.
- Vergil, H., ve Ayaş, N. (2009). Doğrudan yabancı yatırımların istihdam üzerindeki etkileri: Türkiye örneği. *İktisat İşletme ve Finans*, 24(275), 89-114.
- Vernon, R. (1966). International Investment and International Trade In The Product Cycle Quarterly. *Journal Of Economics*, 80(2), 190-207.
- Vernon, R. (1979). The Product Cycle Hypothesis In A New International Environment. *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*. 41(4), 251-388.
- Wacker, K. M., & Vadlamannati, K. C. (2011). *Do Multinationals Influence Labor Standards? A Close Look At Us Outward Fdi*.
- Wafo, K. (1998). Political Risk And Foreign Direct Investment, Faculty Of Economics And Statistics, *University Of Konstanz*.
- Walia, T. S. (1976). *An Empirical Evaluation of Selected Theories of Foreign Direct Investment by U.S. Based Multinational Corporations*. Unpubl. Ph. D. Diss., New York University, Graduate School of Business Administration.
- Walker, J. (1993). Preparing For Private Sector Participation In The Provision Of Water Supply and Sanitation Services. *Wash Technical Report*, 84, 1-40).

- Walters B., & Young, D. (1997). On the coherence of Post-Keynesian economics. *Scottish Journal of Political Economy*, 44(3), 329-349.
- Wang Z. Q., & Swain N. J. (1995). The determinants of foreign direct investment in transforming economies: Empirical evidence from Hungary and China, *Weltwirtschaftliches Archiv* 131(2), 359-382.
- Wang, J. Y., & Blomström, M. (1992). Foreign investment and technology transfer: A simple model. *European Economic Review*, 36, 137-155.
- Weigel, D. (1989). Foreign Direct Investment: The Role of Joint Ventures and Investment Authorities. *International Monetary Fund*, 11-13.
- Weinhold, D., & Nair-Reichert, U. (2001). Causality tests for cross-country panels: a new look at fdi and economic growth in developing countries. *Oxford Bulletin Of Economics Statistics*, 63(2), 153-171.
- Weller, C. E. (1999). A few observations on financial liberalization and financial instability. *Review of Radical Political Economics*, 31(3), 66-77.
- Wells, L.T. (1968). A product life cycle for international trade. *Journal of Marketing*, 32(3), 1-6.
- Wheeler, D., & Mody, A. (1992). International investment location decision: the case of U.S. firms. *Journal Of International Economics*, 33, 57-76
- Wijeweera, A., Villano, R., & Dollery, B. (2010). Economic Growth And Fdi Inflows: A Stochastic Frontier Analysis, *The Journal Of Developing Areas*, 43(2), 143-158.
- Williamson, J., & Mahar, M. (1998). A survey of financial liberalization. *Essays In International Finance*, 211, 1-74.
- Woodward, D. (2003). Financial Effect Of Foreign Direct Investment In The Context Of A Possible Wto Agreement On Investment. *Presentation to NGO Workshop on WTO Negotiation on Investment and New Issues*, Geneva, 18-19.
- Woodward, D.P. (1992). Locational Determinants Of Japanese Manufacturing Start-Ups In The United States. *Southern Economic Journal*, 58, 690-708.
- World Bank (2020). World Development Indicators. 20 Eylül 2020 tarihinde <https://Data.Worldbank.Org/> adresinden alınmıştır.
- Yalçınkaya, Ö., ve Aydın, İ. H. (2017). Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri: seçili yükselen piyasalar ekonomileri örneği (1992-2015). *Ağrı Çeçen Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), 39-64.
- Yalçınkaya, Ö., ve Kaya, V. (2017). Doğal işsizlik oranı mı yoksa; işsizlik histerisi mi? oecd ülkeleri için yeni nesil panel birim kök testlerinden kanıtlar (1980-2015). *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 17(33), 1-18.

- Yalman, N. İ., ve Koşaroğlu, M. Ş. (2017). Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme ve işsizlik üzerindeki etkisi. *Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi*, 1(2), 191-205.
- Yalta, A. Y. (2011). Uncovering the Channels Through Which FDI Affects Current Account: The Case of Turkey. *TOBB University of Economics and Technology Department of Economics Working Paper*, 11-08.
- Yıldırım, N. (2011). *İktisadi Büyüme Teorisi* (Birinci baskı). Ankara: Barış Kitapevi.
- Yıldız, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(1), 23-37.
- Yılmaz, Ö., ve Akıncı, M. (2012). *İktisadi büyüme ve makroekonomik belirleyicileri* (Birinci baskı). İstanbul: Nobel Yayınevi.
- Yu, C. M. J., & Ito, K. (1988). Oligopolistic reaction and foreign direct investment: the case of the u.s. tire and textiles industries. *Journal of International Business Studies*, 19(3), 449-460.
- YÜZER, M. (2007). Enerji Sektöründe Yap İşlet Devret Modelinin Diğer Finans Modelleri ile Karşılaştırılması. *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Ankara. yüksek lisans tezi
- Zeqiri, N., & Bajrami, H. (2016). Foreign direct investment (fdi) types and theories: the significance of human capital, university of business and technology in Kosovo. *UBT International Conference*, 43-58.
- Zhang, K. H. (2001). Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Evidence From East Asia And Latin America. *Contemporary Economic Policy*, 19(2), 175-185
- Zhang, K. H. (2005). How Does FDI Affect a Host Country's Export Performance? The Case of China. *International Conference of WTO*, 1-17.
- Zhao, L. (1998). The Impact of Foreign Direct Investment on Wages and Employment. *Oxford Economic Papers*, 50, 284-301.