

**YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ FİNANSAL RİSK
UNSURLARINA BAĞIMLILIĞININ ANALİZİ: ULUSLARARASI
KARŞILAŞTIRMALAR[†]**

Mustafa YILDIRAN*

Özet

Gelişen ekonomilerde mali ve ticari serbestleşme politikalarının uygulanmasıyla birlikte, bu ülkelere Yabancı Sermaye Yatırımları (YSY) akımı artmaktadır. YSY yapacak Çok Uluslu Girişim (ÇUG) açısından ülkedeki teşvik edici şartlar kadar, riskler de önemlidir. Faiz, kur, enflasyon ve sermaye piyasalarındaki dalgalanmalar YSY akımları üzerinde özellikle kısa dönemli kararlarda etkili olan finansal risklerdendir. Bu çalışma, 1996–2005 yılları arasında finansal risk unsurlarının YSY'yı nasıl etkilediğini İrlanda, G.Kore, Meksika ve Türkiye gibi son dönemde YSY yatırımı çok cezbeden OECD ülkeleri üzerinde analiz etmektedir. Elde edilen bulgulara göre, YSY ile finansal risk unsurları arasında korelasyon ilişkisinin beklendiği gibi faiz, enflasyon ve cari denge ile ters yönlü, reel kur ve borsa değişkenleriyle aynı yönde ilişki olduğu tespit edilmiştir. Fakat genelde finansal risk unsurlarının dönemde pazar büyüklüğü kadar etkili olmadığı ortaya çıkmaktadır. Sonuçta, yabancı yatırımcıların için ülkelerin finansal istikrarından çok, büyüme potansiyellerinin daha önemli olduğu söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Finansal Riskler, Yabancı Sermaye Akımı Belirleyicileri

**The Analysis Of Foreign Direct Investments' Dependence On Financial Risk
Compenants**

Abstract

With the applications of financial and commercial liberal politics in devoloping economies, the FDI inflow is increasing. According to MNEs doing FDI, the risks are important as well as the encouraging conditions in the country. The volatities in interest, exchange rate, inflation and capital markets indicators are the financial risk which are effective in FDI, especially on short-term decisions. This study analyses how the financial risk componants effect FDI between 1996-2005 in OECD countries such as Ireland, Southern Korea, Mexico and Turkey which attract FDI most. According to the findings, while the correlation between FDI and and financial risk componants are inversely proportional in the case of interest, inflation and current balance, as expected, they are

[†] Bu çalışma, T ü r k i y e E k o n o m i K u r u m u Uluslararası Ekonomi Konferansı'nda, (Ankara, 11-13 Eylül, 2006) bildiri olarak sunulmuş ve sadece bildiri özet olarak yayımlanmıştır.

* Yrd. Doç. Dr., Cumhuriyet Üniv. İktisadi ve İdari Bilimler Fak. Maliye Böl., Sivas

directly proportional in the case of real exchange rate, and stock index. However, the financial components are not as effective as market size in the mentioned period. Consequently, it can be stated that the potential growth of the countries is far more significant than the financial stabilization for foreign investors.

Key Words: Foreign Direct Investment, Financial Risks, Determinants of Foreign Investment Inflow

GİRİŞ

Gelişen ülkeler, sermaye ve büyüme sorunlarının çözümünde iç kaynaklarının yetersiz kalması veya daha hızlı gelişme imkânları sağlamak için, uluslararası sermaye akımlarını ülkeye çekmek zorunda kalmaktadır. Rostow'un iktisadi gelişmenin merhaleleri teorisinde, *harekete geçme* aşamasında çoğu ülkenin gelişmesinde yabancı sermayenin asli rol oynadığı, doğrudan veya dolaylı olarak altyapı(infrastructere) yükünün kaldırılmasında çok faydalı olacağı belirtilmektedir (Rostow,1999:72)Günümüzde ise yabancı sermaye karlı olduğunu düşündüğü her alanda yatırım yapmaktadır. Ülkeler yabancı sermaye yatırımlarını cezbetmek için her türlü kolaylığı sağlamaktadır. Ülkelerin ekonomi yönetimleri tarafından kısa dönemli mali akımların yol açtığı tehlikeler fark edildikten sonra, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için rekabet artmıştır. Gelişen ülkeler iktisadi gelişmeleri açısından yabancı YSY'nı, mali akımlara göre daha fazla daha fazla tercih etmektedir. Özellikle son dönemde yaşanan mali krizlerin mali akımların yıkıcı etkilerinin bir sonucu olduğuna dair eleştirilerin (Tobin,1999:18; Stiglitz,1999:21) artmasıyla, YSY ülkelere büyüme, yeni teknoloji transferi ve işgücünün gelişmesi gibi katkılarının olduğu gerekçesiyle (Borensztein ve diğ.,1998:45,115-135) YSY'ye olan talep artmaktadır. Ülkelerde YSY'nin egemenliğin kaybedilmesi, yerli üreticilerin rekabet gücünün kırılması ve piyasanın dev işletmeler tarafından manipüle edilmesi gibi olumsuz etkileri de sürekli gündemde olmasına rağmen ülkeler işsizliğin önlenmesi, teknolojik ilerleme gibi gerekçelerle YSY'yi istemektedir.

Yabancı sermaye yatırımları ev sahibi ülkeye fabrika ve teknik teçhizat gibi yatırımları için Çok Uluslu Girişimler (ÇUG)'in ana işletmesi tarafından ülke dışından getirilen fiziki varlıklardır. Yabancı sermaye yatırımları üç farklı şekilde gerçekleşebilir (Buckley, 1996:35):

- i. Ülke dışında yeni bir yatırımın kurulması,
- ii. Yabancı ülkede varolan şube ve yardımcı ünitelerin genişletilmesi,
- iii. Girişimlerin veya onların varlıklarının artırılması.

YSY'nin gelişen ekonomilere doğru yönelmesinde mali istikrar ve uluslararası bütünleşme seviyesinin artması etkilidir. Ayrıca ülkelerin istikrarlı ve sürdürülebilir bir makro ekonomi çevresinin olduğu bir ortamı oluşturması da önemlidir (Sundararajan ve diğ., 2000:426-472). YSY için finansal risklerin asgari seviyeye indirildiği ve mali serbestleşmeye göre yeni düzenlemelerin yapıldığı istikrarlı piyasalar tercih sebebi olmaktadır. Bu tercih, yatırımcının elde edeceği

kârları transfer ederken karşılaşılabileceği risklerin asgari seviyeye indirilmesi açısından önem taşımaktadır.

Bu çalışmada YSY'nin ülkelere girişlerinde serbestleşme ve siyasi risklerin ortadan kaldırıldıktan sonra finansal risklere daha duyarlı duruma geleceği varsayımı esas alınmıştır. Bu varsayımına yönelten ana sebep, hemen hemen gelişen ülkelerin tümü benzer düzenlemeleri yaparak, uluslararası mali kuruluşlara üye olmuş, yabancı sermaye yatırımlarına güvenceler veren hukuki düzenlemeler yapmış ve siyasi rejimlerini şeffaflaştırmışlardır. Bu durumda, yatırımcı basiretli yönetici davranışı göstererek asgari risk ve yüksek getiriyi sağlayacak ülke tercihi yapacaktır. Yapılan tercih finansal risklerin ülkeye giren yabancı sermaye akımlarını etkilemesi sonucuna götürebilir.

I.YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

Doğrudan YSY'nin ulaştığı hacim; bütün ülkeleri, cezbeden gelişme kaynağı olarak algılanmasını sağlamaktadır. Dünya ekonomisinde YSY'nin tutarı 1980'li yıllarda yaklaşık 55 milyar ABD Doları seviyesindeyken 2000'li yıllarda 1.400 milyar ABD Doları seviyelerine kadar yükselmiştir (Tablo 1).

Tablo 1. Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyar ABD Doları-Cari Fiyatlar)

	1980	1990	2000	2004
YSY Akımı	55	208	1392	64/8
YSY Çıkışı	53	239	1200	730

Kaynak: UNCTAD, *World Investment Report*, 2003, 2005 (www.unctad.org/wir,05/01/2006).

YSY'deki değişim 90'lı yılların ikinci yarısından sonra yaklaşık %40 seviyesinde artmıştır. Bu artan yatırımı ülkesine çekebilen ülkeler (Çin gibi) sürekli ve yüksek oranlı büyümeyi yakalamışlardır (Tablo 2). Bu dönemde YSY'deki artış, "Washington Uzlaşması" ile başlayan neo-liberal akımın etkisiyle ve uluslararası mali kurumların etkinliğinin artması ile ilişkilendirilmektedir (Kobrin, 2005). Bu sayede yabancı yatırımcılar için güven sağlayan yatırım iklimi ortamı oluşturulabilir.

Tablo 2. Yabancı Sermaye Yatırımları (Yıllık Değişim (%))

	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001	2002	2003	2004
YSY Akımı	22,8	21,2	39,7	-40,9	-13,3	-11,7	205
YSY Çıkışı	25,4	16,4	36,3	-40,0	12,3	-5,4	18,4

Kaynak: UNCTAD, *World Investment Report*, 2005 (www.unctad.org/wir,05/01/2006).

Son dönemde YSY, gelişmiş ülkelere çok yeni gelişen ülkeleri tercih etmektedir. 1990'lı yılların başında YSY gelişmiş ülkelere doğru akarken, 90'lı yılların sonlarına doğru yeni gelişen ülkelere doğru akmaktadır (Tablo 3).

Tablo 3. Ülke Grupları Yabancı Sermaye Performansları[‡]

	1990	2003	2004
Dünya	1.000	1.000	1.000
Gelişmiş Ülkeler	1,022	0,947	0,891
Gelişen Ülkeler	0,977	1,187	1,353

Kaynak: UNCTAD, **World Investment Report**, 2005 (www.unctad.org/wir,05/01/2006).

YSY incelendiğinde gelişmiş ülkeler sermaye ihraç ederken, gelişen ülkeler sermaye yatırımlarını çekmektedir. OECD ülkeleri arasında YSY 1995-2004 yılları arasında incelendiğinde, toplamda 1020 milyar dolarlık sermaye çıkışı vardır. Fakat Meksika, İrlanda, Kore ve Türkiye gibi ülkelere YSY girişleri fazladır. Meksika dönemde 137 milyar dolar net sermaye girişi sağlamış, İrlanda 92 milyar dolar gibi ülke hacmine göre çok büyük yatırım çekmiştir. Türkiye ve Kore’de net YSY çeken ülkelerdendir (Tablo 4).

Tablo 4. YSY Giriş ve Çıkışları Seçilmiş Ülkeler (1995-2004) (Milyar ABD Doları)

YSY Giriş		YSY Çıkış		Net YSY Girişi	
<i>Meksika</i>	147,9	<i>Meksika</i>	10,6	<i>Meksika</i>	137,3
<i>İrlanda</i>	139,3	<i>İrlanda</i>	46,6	<i>İrlanda</i>	92,7
<i>Türkiye</i>	13,7	<i>Türkiye</i>	4,4	<i>Türkiye</i>	9,3
<i>Kore</i>	48,6	<i>Kore</i>	39,9	<i>Kore</i>	8,7
<i>Fransa</i>	356,0	<i>Fransa</i>	673,0	<i>Fransa</i>	-317,0
<i>Almanya</i>	375,5	<i>Almanya</i>	429,8	<i>Almanya</i>	-54,3
<i>ABD</i>	1.461,4	<i>ABD</i>	1.511,6	<i>ABD</i>	-50,2
<i>İtalya</i>	100,6	<i>İtalya</i>	126,5	<i>İtalya</i>	-26,0
<i>OECD</i>	5.538,2	<i>OECD</i>	6.558,6	<i>OECD</i>	-1.020,3

Kaynak: OECD, *International Investment Perspectives*, 2005, 23.

Son yıllarda uluslararası yatırımların farklı alanlara gitmesinin değişik sebepleri bulunmaktadır. Bunun birinci sebebi, uzak doğu ülkeleri ve yeni gelişen ülkelerin makro ekonomik performansları ve hızlı büyümeleridir. İkincisi, son yıllarda dolar değerinin düşmesidir. Çeşitli üretim bölgelerinin göreceli rekabet gücünün artması ve bundan dolayı, yabancı sermaye yatırımları baskı altında kalarak uluslararası işletmecilik yöntemlerinin farklılaşmasına neden olmaktadır. “Özsermaye yatırımı”ndan farklı olarak (yeni yatırım, devralma, birleşme ve ele geçirme gibi) YSY, ÇUG sahiplik yapısıyla ilgili girişler karşılıklı-sınır işlemleri arasında çok büyük miktarları oluşturmaktadır. Çoğu ÇUG, 2004 yılında bazı Avrupa ülkelerinde bulunan YSY olumsuz etkiye etken olarak, bağlı işletmeler-arası ödünç işlemlerinin geri ödenmesinde zayıf doların avantajını raporlamışlardır. Üçüncüsü, OECD alanının dışında ekonomik yapı faktörleri daha fazla tercih edilebilir durumdadır. Sadece yerel rekabet gücü değil aynı zamanda aktif bir müşteri

[‡] 1’ in üzerinde olması yatırımların artışı anlamındadır.

tabanının olması da etkilidir. Ayrıca yeni gelişen ekonomilerin uluslararası yatırımcılara cesaret verici düzenlemeleri ve ticareti serbestleştirmeye yönelik kararları etlidir (OECD, International Investment Perspectives, 2005:14).

II. YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI SAİKLERİ VE RİSKLERİ

Bir ülkedeki YSY'yi belirleyen faktörler sömürgecilikten başlayarak, siyasi, ekonomik, mali, coğrafi ve psikolojik olmak üzere çok çeşitlidir. Günümüzde uluslararasılaşmayla ilgili teoriler, yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen saikleri analiz etmeye çabalamaktadır. Bu teoriler içerisinde daha kapsayıcı olan *eklektik paradigmadaki* belirtildiği gibi, ÇUG'un yatırımları sonucunda mutlaka avantaj sağlamalıdır. *Eklektik paradigmadaki* ifade edildiği gibi, ÇUG'ların mülkiyet, yerleşim yeri ve işletmeye ait özümsenebilecek avantajların sağlaması durumunda işletmenin ihracat veya lisanslama şeklinde yöntemlere göre başka ülkelere üretimi kaydırması mümkün olabilecektir (Dunning, 2000:163-190).

ÇUG ihracat veya lisans faaliyetleri yerine, bir ülkeye doğrudan yatırım yapmaları için gerekli ortamın oluşmasını beklemektedir. ÇUG'in istediği cazip şartların oluşması için gerekli faktörler aşağıdaki gibidir (Rugman-Verbeke, 1990:232):

- Yabancı bir piyasadaki işletme ile rekabet edilecek olması, aksak rekabet ortamında ÇUG'lara "*ayrıcalıklı tekel*" (Monopolistic Advantage) kolaylıkları sağlanmalıdır.

- YSY ihracat ve lisanslama gibi faaliyetlere göre net faydalar getirmelidir.

- ÇUG'lara ulaşım, telekomünikasyon, işçilik ve diğer alanlarda yerel şartları iyileştirici düzenlemeler yapılmalıdır.

- YSY'nin en iyi zamanlamada kurulması gerekmektedir.

Dış yatırımları belirleyen saikleri uluslararasılaşma ile ilgili teorilerin ortak bir birleşimi sonucunda, "stratejik, davranışla ilgili ve iktisadi saikler" şeklinde sınıflandırmak mümkündür (Demirag, I., Goddard, S., 1994:234-237):

- *Stratejik Saikler*; hammadde tedarik kolaylıkları, teknik bilgi, işgücü maliyet düşüklüğünün sebep olduğu etkinlik, siyasi güven ve liberal piyasa şartları.

- *Davranışla İlgili Saikler*; müşteri, dağıtım kanalları ve hükümet düzenlemeleri gibi dış şartların organizasyon çevresi ve işletme içi organizasyonel faktörleri yatırım kararına doğru etkilemesi; ürünler için piyasa oluşturulma ihtiyacı, teçhizatın eskimesi, mevcut teknik bilginin sermayeye çevrilmesi ihtiyacı, ticari hükümlerin değişmesi ile mevcut durumun işletmenin geleceği için tehdit oluşturabileceği gibi iç faktörlerin işletme davranışını zamanla diğer ülkelere yatırıma yönlendirmesi.

- *İktisadi Saikler*; yatırımların yayılması ile ölçek ve alan ekonomisi üstünlüğü sağlanması, yönetim ve pazarlama tecrübesini artması, teknolojik üstünlüğün avantajlarından yararlanma, farklı mali piyasalarda ve geniş bir

portföyle işlem yapabilme gibi mali üstünlükler ve çok geniş bir ürün yelpazesine sahip olma.

YSY belirlemede kalitatif ve kantitatif bir çok değişken kullanılabilir (Kula,2006:42-51). Yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlarda demografik değişkenler, ekonomik değişkenler, sosyal değişkenler ve hukuki düzenlemeler YSY üzerinde farklı oranlarda da olsa etkilidir. Örneğin Türkiye'deki YSY'yi belirlemede kullanılan faktörler, işlem maliyetleri ile ilgili değişkenler, üretim etkinliği, piyasanın gelişmesi ve mali ve kontrol değişkenlerinin kalitesi gibi ana gruplarda çok farklı saikler incelenmiştir (Tatoğlu, E.; Glaister,1998:7,203-230). Türk işletmelerinin diğer ülkelere yatırım yapmalarına neden olan faktörleri belirlemeye yönelik bir anket çalışmasından elde edilen sonuçlar da, yatırım yapılacak ülkedeki vergi oranlarının düşük olması, verilen yatırım teşvikleri, işgücü nitelikleri, AB üyesi olması, finans kurumlarının sağladığı finansal avantajlar ve yeni teknoloji öğrenme gibi evsahibi ülkenin çekici faktörlerinin yanında yerleşik ülkenin itici faktörleri, rekabet özellikleri pazarla ilgili faktörler olmak üzere 34 değişkenin değişik oranlarda yatırımları etkilediği tespit edilmiştir (Akçaoğlu,2005:150).

YSY'yi olumlu etkileyen saikler yanında risk faktörleri de belirleyicidir. ÇUG'ların daha önce işlem yapmadıkları bir piyasada tüm riskleri üstlenerek yatırım yapmaları işletmenin varlığını tehdit edebilir. Yatırım yapılacak ülkenin riski, yatırım ortamını belirlemesi yönünden önemli bir değişken olarak YSY analizlerinde kullanılmaktadır. Terör, siyasi rejim, döviz kontrolü, borç/milli gelir oranı gibi değişkenler veya uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar çalışmalarda baz alınmaktadır (Wei,2005; Moosa, I.A., Cardak, 2006:16,199-211). Son yıllarda ülkelerin yaptığı düzenlemelerle müşteri ve işletme güvenlerinin artması söz konusudur. 2004 yılında güven artışı ile birlikte ülke risklerinin azalmasının ve YSY akımının artmasında etkili olması muhtemeldir (UNCTAD, WIR, 2005:13; Kula,149). Ülkelerdeki ticari ve mali serbestleşme eğiliminin artması, uluslararası kurumlara üyeliklerin artması ve uluslararası anlaşmalara imza atılması yeni gelişen ülkelerdeki risk oranlarının düşmesi üzerinde etkili olabilmektedir. Yeni oluşan ortamda uluslararası kuruluşların verdiği güvenden dolayı ülke riskleri azalmaktadır (Sundararajan ve diğ., 2002:426-472). Risklerin azalması gelişen ülkelere YSY artması açısından etkilidir.

UNCTAD tarafından 2005 yılında ÇUG yöneticileri ile yapılan anketlerden elde edilen sonuçlar göstermektedir ki en önemli risk, tekstil ve tarım gibi sektörlerdeki korumacılık yaklaşımıdır. Bunun yanında, başlıca gelişmiş ülkelerdeki mali istikrarsızlık, petrol ve diğer girdi fiyatlarındaki artışlar, gelişmiş ülkelerdeki yavaş büyüme, küresel terörizm, siyasi istikrarsızlık ve sivil savaş ile döviz kurlarındaki dalgalanma gibi riskler de uluslararası yatırımları belirleyen risklerdir (UNCTAD, WIR, 2005.35).

Tablo 5. Çin 'de YSY için Önemli Riskler

SIRA	RİSKİN TÜRÜ	CEVAP YÜZDESİ(%)
1	İstikrarsız Siyaset	90
2	Güvenilmez Hukuk Sistemi	85
3	İhracat ve ithalat Üzerinde Kontrol	70
4	Enflasyon	60
5	Piyasa Aksaklıkları	55
6	Zayıf İletişim ve Bilgi Sistemleri	45
7	Bürokrasi	45
8	Çin Parasının Devalüasyonu	30
9	Harap Ulaşım Sistemleri	20
10	İşletmelerin Ticari İtibar Sorunu	15

Kaynak: ZHUANG, L.; RİTCHİE R.; ZHANG, Q. (1998),“*Managing Business Risks in China*”, **Long Range Planning**, Vol.31, No.4, 606-614.

YSY yatırımları açısından risklerde ülkeler arasında bölgeye ve ülkeye bağlı faktörlerden dolayı farklılıklar bulunsa da, genel de birbirine benzeyen risklerden bahsedilebilir. Uluslararası yatırımları çekmekte başarılı olan Çin'de ÇUG temsilcileri üzerinde yapılan bir araştırma da, belirlenen on önemli risk yeni gelişen pek çok ülkede rastlanabilecek türdendir (Tablo 5).

ÇUG açısından yatırım kararının verilmesinde öncelikli dikkate alınacak risk, politik risktir (Kula,2006:147). Politik risk ülkenin siyasi, sosyal ve iktisadi şartlarından kaynaklanan unsurları kapsamaktadır. ÇUG'lerde stratejik kararların alınmasında uluslararası yatırım kararlarının verilmesinde ülkenin taşıdığı riskler belirleyici faktör olmaktadır. Politik risk, “*her türlü siyasi olaydan dolayı (terör, ihtilal, devalüasyon, ithalat ve gümrük kontrolleri gibi) yerleşik ülkede veya ülke dışındaki uluslararası işletme işlemlerdeki aktif veya kar potansiyellerinin kaybolma ihtimalidir*” (Demirağ, I., Goddard, 1994:269).

Politik riskin ülkelerde, ticaretin rekabete açılması, Kamu İktisadi Kuruluşları'nın özelleştirilmesi ve vergi oranlarının azaltılması ile yolsuzluk, dışa açıklık ve şeffaflaşma uygulamaları ile azaltılabileceği iddia edilmektedir. Gelişen ekonomilerin 90'lı yılların ikinci yarısından itibaren çok fazla uluslararası yatırım çekmesinde bu uygulamaların varlığının etkisi kabul edilmektedir. Ülkelerdeki rekabet ortamını güçlendiren ve yatırım iklimi oluşturan bu şartlar YSY için çekici şartlardır (World Bank, 2003,77-91).

Ülkelerde politik riskin düşürülmesi çabaları uluslararası kurumların etkisiyle, ekonomik engellerin kaldırılması, ticaretin rekabete açılması ve diğer hukuki düzenlemeler ile mümkündür. Gelişen ülkelerin liberalleşmesi ile doğrudan yabancı sermayesi yatırımlarını çekmesi arasındaki bağlantı net olmasa da, teşvik edici bir unsur olarak (akılcı politikanın bir gereği olarak) gerektiği söylenmektedir (Kobrin, 2005:68-101).

Yabancı sermaye yatırımlarını belirlemede, ekonomik ve finansal riskler de önemlidir. Vergi oranlarının yüksekliği, düşük büyüme oranları, enflasyon, yüksek

ithalat vergileri ve iktisadi korumacılık ekonomik riskler olarak; döviz kurlarındaki dalgalanma, faiz oranlarının oynaklığı, yüksek kamu borçlanması, borsadaki dalgalanmalar ve dış ticaret açıklarının finansmanı gibi ‘finansal riskler’ yabancı sermaye yatırımlarını etkilediği analizlerde ortaya çıkmıştır. Yalnız bu risk değişkenlerini politik riskten ayrı değerlendirmek güçtür (Kula, 2006:157).

Finansal riskler arasında döviz kuru riski analizler açısından önemli yer tutmaktadır. Gelişen ülkelerde döviz kurundaki dalgalanmalar ve döviz kuru rejimleri bir göstere olarak yabancı sermaye yatırımlarını etkilemektedir. (Quéré ve diğ, 1999:99-16,1-32). Bazı çalışmalarda döviz kuru hareketlerinin yabancı sermaye yatırımlarını belirlemede her zaman etkili olmadığı sonucuna varılsa da (Pan, 2003:56,829-833), özellikle yatırım kararlarını verenler üzerinde yapılan anket çalışmalarında yüksek oranda kur dalgalanmalarının dikkate alındığı ortaya çıkmaktadır (Zhuang ve diğ, 1998; Akçaoğlu, 2005:154, UNCTAD; WIR, 2005:35).

III. YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ FİNANSAL RİSK UNSURLARINA BAĞIMLILIĞI

Bu çalışmanın temel iddiası yeni gelişen ülkelerin hukuki düzenleme, uluslararası kuruluşlara angaje olması, ticaret rejiminin liberalleşmesi ve siyasi özellikler bakımından bir aynılığa sürecinde olduğu (Yıldiran, 2004:1-3) bu sebeple yabancı sermaye yatırımlarının finansal risk unsurlarına bağlılığının daha yüksek olacağı tahmin edilebilir. Bu beklentiye araştırmayı sevk eden gelişmeler, neoliberalizmin getirdiği ve uluslararası kurumlar tarafından sürekli dayatılan *mali reformlar* serbestleşmeyi sağlamakla birlikte ekonomideki kırılganlıkları artırmaktadır (Crotty-Lee, 2005:1-4). Bu sebeple, beklenen finansal risk unsurlarının etkisinin yüksek olmasıdır. Bu sav, Güney Kore, Meksika, Türkiye ve İrlanda’da oluşan gelişen ve son yıllarda yüksek yabancı sermaye yatırımları alan ülkelerin verileri üzerinde test edilmektedir.

Tablo 6. Uygulama Yapılan Ülkelerin Genel Özellikleri

ÜLKELER	Yönetim Şekli	Bölge	Sermaye Kontrolü	Ticaret Rejimi	Uluslararası Kurumlara Üyelik		
					IMF	OECD	WTO
G.Kore	Demokrasi	Asya	Yok	Liberal	Üye	Üye	Üye
Türkiye	Demokrasi	Avrasya	Yok	Liberal	Üye	Üye	Üye
Meksika	Demokrasi	Amerika	Yok	Liberal	Üye	Üye	Üye
İrlanda	Demokrasi	Avrupa	Yok	Liberal	Üye	Üye	Üye

Üzerinde uygulama yapılan, İrlanda, G. Kore, Meksika ve Türkiye coğrafi zorunluluk dışında benzer özellikler taşıyan ülkelerdir. Bu ülkeler içerisinde İrlanda nispeten küçük bir ülke olmasına rağmen, son yıllarda YSY açısından önemli bir ülkedir. G.Kore, Türkiye ve Meksika 90’lı yıllarda ciddi mali krizler yaşamaları IMF ile anlaşarak değişik programları yürürlüğe koymas ve liberal düzenlemelerle

dünya finans piyasalarına entegre olmaları yönünden benzer özellikler taşımaktadır. Yönetim şekilleri aynı olan bu ülkelerin tamamı OECD ülkesidir (Tablo 5).

Yabancı sermayenin gelişim seyri ve finansal göstergeler açısından ise ülkeden ülkeye farklılıklar bulunmaktadır. Analizin ilk safhasında verilerin yabancı sermaye ile ilişkileri her ülke açısından tek tek incelenecektir.

- **İrlanda**

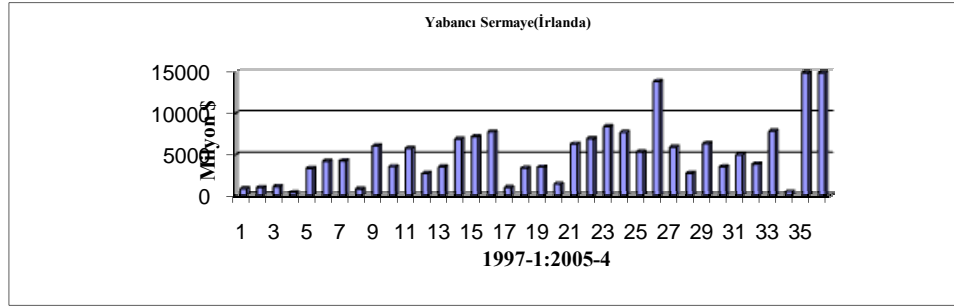
İrlanda ekonomisi yabancı sermaye yatırımlarından en çok yararlanan ülkeler arasındadır. AB üyesi olmasının avantajını iyi kullanan İrlanda, 2000 yılından 2004 yılına kadar 98 milyar dolar yabancı sermaye akımı gerçekleşmiştir. Birçok ülkenin kişi başına düşen milli gelirinden fazla YSY girişi olmuştur. 2000–2004 yılları arasında ortalama 4800 dolar *Kişi Başına Yabancı Sermaye* (KBYSY) almıştır (Tablo 7).

Tablo 7. Kişi Başına Yabancı Sermaye[§] (Dolar/Kişi Sayısı)

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004
KBYSY	6713	1548	7508	5615	2720

Çeyrek dönemlerdeki yatırımlar incelendiği zaman dalgalı bir sermaye girişi olduğu ortaya çıkmaktadır. 1997-2005 yılları arasındaki çeyrek dönemlerde en az 458 milyon dolarlık ve en çok 14,5 milyar dolarlık sermaye girişi olmuştur. Dönemde ortalama sermaye girişi 5.126 milyon dolardır. YSY rakamları İrlanda'nın 2000 yıllardaki ortalama %9 büyüme hızının kaynağını ortaya çıkmaktadır (Şekil 1). İrlanda yerleşik YSY açısından 1990'da 27 sıradayken, 2003 yılında ilk on ekonomi arasındadır (UNCTAD, WIR, 2005:24).

Şekil 1. İrlanda YSY



İrlanda'nın finansal risk göstergeleri ile YSY arasında korelasyon incelendiğinde, faizle ters yönlü önemli bir ilişki vardır. Dönemde faiz oranlarının

[§]Hesaplamalar OECD verilerine göre yapılmıştır.
<[http://stats.oecd.org/wbos/default.aspx?datasetcode\(10/06/2006\)](http://stats.oecd.org/wbos/default.aspx?datasetcode(10/06/2006))>.

düşmesi ile YSY artması arasında %49'luk bir ilişki bulunmaktadır. Bu oran yabancı sermaye yatırımlarının uzun vadeli faiz oranlarının düşmesinden olumlu etkilendiğini göstermektedir. Borsa ve reel kurlarla ilişki ise pozitifdir. Borsa endeksinin artması ile YSY aynı yönde artması işletmelerin YSY girişleri ile değer kazandığını göstermektedir. Reel kurlardaki artış ile YSY artışın aynı yönlü olması yerli işletmelerle olan rekabette ÇUG lehinedir (Tablo 8).

Tablo 8. YSY İle Finansal Risk Göstergeleri Arasındaki Korelasyon(İrlanda)

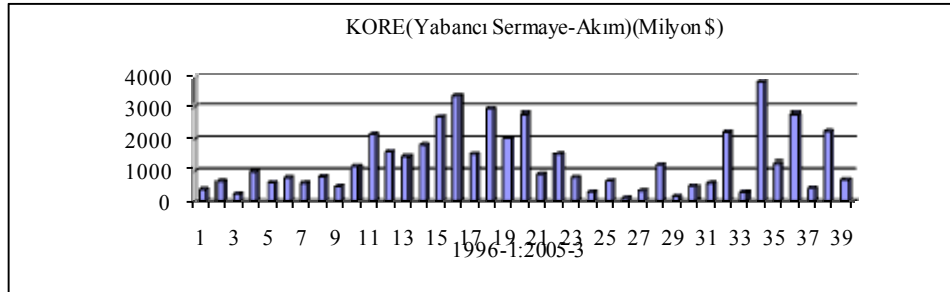
		YSY	FAIZ	REEL	AÇIK	ENF	BORSA
YSY	R	1	-,493	,366	,038	,106	,374
	P		,002**	,028*	,827	,538	,024*
FAIZ	R		1	-,785	-,183	,019	-,620
	P			,000**	,286	,911	,000**
REEL	R			1	,087	-,028	,257
	P				,614	,870	,130
AÇIK	R				1	-,460	,115
	P					,005*	,505
ENF	R					1	,188
	P						,273
BORSA	R						1
	N	39	39	39	39	39	39

** 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-tailed). * 0.05 seviyesinde anlamlıdır. (2-tailed).

• Güney Kore

G. Kore gelişen ülkeler arasında önemli üstünlükleri olan ülkedir. 2000-2005 döneminde 31.200 milyon dolar YSY ülkeye girmiştir. 1996-1:2005:4 döneminde ortalama her çeyrekte 1288 milyon dolar tutarında YSY yapılmıştır. Dönemde en az 130 milyon dolar en çok 3800 milyon dolar tutarında YSY gerçekleşmiştir. Sapma aralığı büyük olmasına rağmen ülkeye sermaye girişi ciddi boyutlardadır (Şekil 2). Özellikle 1997 yılındaki Asya krizinin etkisiyle oluşan, devalüasyon ve işletmelerin borsada değer kaybetmesiyle ülkeye yatırım yapanları teşvik için IMF önderliğinde hazırlanan program YSY girişini artırıcı yönde etkilemiştir (Crotty-Lee, 2005). Fakat yerleşik YSY yönünden Kore 1990'da 21. sıradayken, 2003 yılında 20. sıradadır (UNCTAD,WIR, 2005:24). Yapılan düzenlemeler ülkedeki mevcut YSY'nin hızlı artırmadığı ortaya çıkmaktadır.

Şekil 2. Güney Kore YSY



Kore’de döviz kuru, enflasyon, borsa endeksinin değişimi ve faiz gibi finansal risk unsurlarının YSY ile önemli bir ilişkisi yoktur. Sadece önemli bir ekonomik risk olan cari denge ile YSY arasında 1997-2005 çeyrek dönemlik verileri arasında bir ilişki vardır. Bu ilişkinin sebebi de, artan YSY ile cari açıkların kapanıp, sürekli fazla vermeye başlamasıyla pozitif bir korelasyon çıkmıştır (Tablo 9).

Tablo 9. G.Kore’nin YSY ile Finansal Risk Unsurları Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

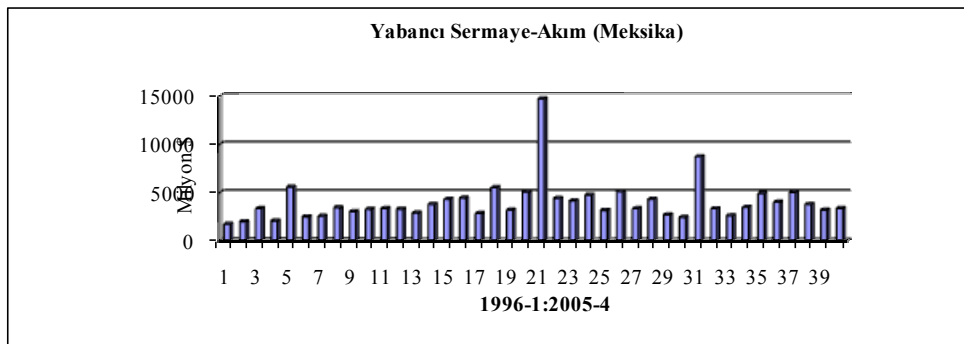
		<i>Reelkur</i>	<i>Faiz</i>	<i>Borsa</i>	<i>Enflasyon</i>	<i>Cari</i>	<i>YSY</i>
<i>Reelkur</i>	R	1	-,831	,608	,176	,407	,263
	p	,	,000**	,000**	,283	,010**	,106
<i>Faiz</i>	R		1	-,542	,065	-,080	-,085
	p		,	,000**	,692	,626	,607
<i>Hissek</i>	R			1	-,202	-,052	,147
	p			,	,217	,754	,373
<i>Enflasyon</i>	R				1	,242	-,125
	p				,	,137	,449
<i>Cari</i>	R					1	,401
	p					,	,011*
<i>YSY</i>	R						1
	p						,
	N	39	39	39	39	39	39

** 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-tailed). * 0.05 seviyesinde anlamlıdır. (2-tailed).

• Meksika

1980’li yıllarda beri sürekli doğrudan yatırım alan ülkelerdendir. 1980’lerde korumacılığa dayalı politikaların terk edilip, yerine liberal politikaların uygulamaya konulmasından sonra ABD şirketleri sürekli yatırım yapmıştır (Thomas-Grosse, 2001:59-79). Meksika’ya 2000-2006 yılları arasında yaklaşık 111 milyar dolarlık 1996-2005 yılları arasında çeyrek dönemlerde ortalama 4 milyar dolarlık yatırım yapılmıştır.

Şekil 3. Meksika YSY



Meksika’da 1996-2005 yılları arasında çeyrek dönemlerde YSY ile finansal risk unsurları arasındaki korelasyonda sadece cari denge arasında %35 ve reel kurlar arasında %36 pozitif bir korelasyon bulunmaktadır. YSY cari açıkların dönem sonuna doğru azalmasını sağlamıştır. Reel kurlardaki sürekli artış YSY artışı ile aynı yöndedir. Reel kurların ÇUG için yerel işletmelere karşı rekabet gücünü artırıcı etki yapacağından yabancı sermaye yatırımlarını artırıcı etkileyecektir (Tablo 10).

Tablo 10. Meksika’nın YSY ile Finansal Risk Unsurları Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

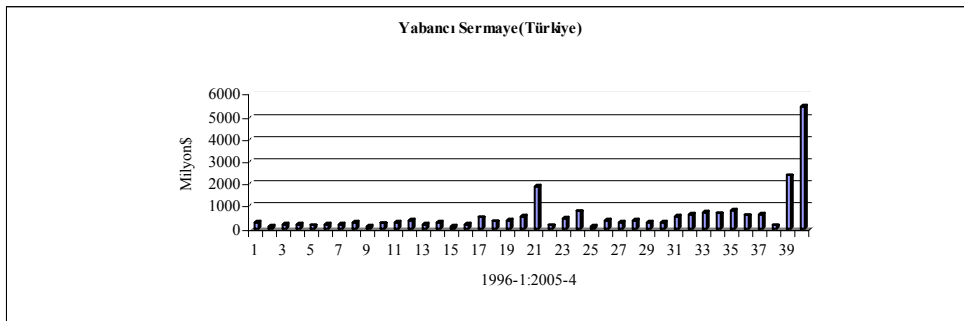
		<i>Enflasyon</i>	<i>Borsa</i>	<i>Faiz</i>	<i>YSY</i>	<i>Cari</i>	<i>Reelkur</i>
<i>Enflasyon</i>	R	1	,354	-,880	,212	,103	,707
	p		,025*	,000**	,189	,528	,000**
<i>Borsa</i>	R		1	-,303	,232	-,293	,807
	p			,057	,150	,067	,000**
<i>Faiz</i>	R			1	-,224	,034	-,610
	p				,164	,834	,000**
<i>Ysy</i>	R				1	,352	,363
	p					,026*	,021*
<i>Cari</i>	R					1	-,209
	p						,195
<i>Reelkur</i>	R						1
	p						
	N	40	40	40	40	40	40

** 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-tailed). * 0.05 seviyesinde anlamlıdır. (2-tailed).

• Türkiye

Türkiye çalışma kapsamındaki doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından en düşük seviyedeki ülkedir. Liberalleşme ve dışa açılma süreçleri yönünden diğer ülkelerden çok farklı yapıda değildir. Özellikle son iki yılda YSY görece bir artış vardır. 2000-2005 döneminde toplam yaklaşık 20 milyar dolar ve aynı yıllık ortalama 3,35 milyar dolarlık yabancı sermaye gelmiştir. Özellikle 2001 yılında ve son iki yılda bir artış söz konusudur (Şekil 4).

Şekil 4. Türkiye Yabancı Sermaye Yatırımları



Türk ekonomisinde enflasyon, yüksek faiz, devalüasyon ve cari açık sorunu dışı açılma ile birlikte artan oranlı olarak hissetmektedir. Son dönemde enflasyon seviyesinde önemli düşüşler meydana gelmiştir. 2001 krizinden sonra IMF ile birlikte hazırlanan programla daha fazla liberalleşen piyasa ortamı oluşmuştur. Bu durumda cari açık dışında diğer göstergelerde düzelmeler meydana gelmiştir. YSY ile finansal risk unsurları arasındaki korelasyon incelendiğinde, faizle % 33 ve enflasyonla %36 oranında ters yönlü anlamlı bir korelasyon vardır. Bu katsayı, 1996-2005 yıllarında çeyrek dönemlerde Türkiye’de YSY enflasyonda ve faizde artış olduğu zaman yabancı sermaye yatırımlarının düşük olduğunu ve faiz ve enflasyonda düşüş olduğu dönemde YSY’nin arttığını ifade etmektedir. Yine cari denge ile YSY arasında %52 oranında ters yönlü kuvvetli bir korelasyon vardır. Bu durum Türkiye’de YSY’nin artmasına rağmen cari açığın arttığı durumu göstermektedir. Döviz açığı meydana geleceğinden ÇUG’nin döviz taleplerinde kur riskinin artması söz konusudur. Reel kurla %47 ve borsa endeksi ile %65 oranında kuvvetli aynı yönlü ilişki vardır. Bu durum dönemde ÇUG rekabet gücünün ve firma değerinin artmasıyla YSY artması arasında uyum olduğunu göstermektedir (Tablo 11).

Tablo 11. Türkiye’nin YSY ile Finansal Risk Unsurları Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

		<i>Faiz</i>	<i>Reelk</i>	<i>Borsa</i>	<i>YSY</i>	<i>Enflasyon</i>	<i>Cari</i>
<i>Faiz</i>	R	1	-,635	-,660	-,335	-,729	,518
	p	,	,000**	,000**	,035*	,000**	,001**
<i>Reelk</i>	R		1	,848	,468	,787	-,838
	p		,	,000**	,002**	,000**	,000**
<i>Borsa</i>	R			1	,647	,830	-,828
	p			,	,000**	,000**	,000**
<i>YSY</i>	R				1	,359	-,519
	p				,	,023*	,001**
<i>Enflasyon</i>	R					1	-,624
	p					,	,000**
<i>Cari Denge</i>	R						1
	p						,
	N	40	40	40	40	40	40

** 0.01 seviyesinde anlamlıdır.(2-tailed). * 0.05 seviyesinde anlamlıdır. (2-tailed).

A. Literatür

YSY’yi motive eden faktörler ve olumsuz etkileyen çok değişik faktörler bulunmaktadır. Son yıllarda yeni gelişen ülkelerde yabancı sermaye yatırımları artmaktadır. Bu durumda küresel kapitalizme yeni eklenme çabasında olan ülkeler ve yeni gelişen ülkeler yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için uğraşmaktadır. ÇUG açısından ülke riskinin düşük olduğu ve avantajlarının yüksek olduğu ülkelere yatırım yönelmesi olması çok tabiidir. YSY etkileyen faktörler analiz edilirken, en çok, faiz oranları, ekonomideki borç büyüklüğü, enflasyon, cari

açık, döviz kuru değişimleri, borsa endeksleri, vergi oranlarının yüksekliği ve kredi notları gibi ekonomik ve finansal riskler kullanılmaktadır.

Son yıllarda yüksek yabancı yatırım alan Hindistan ve Çin üzerinde Wei (2005) tarafından yapılan bir analizde, iki ülkenin birbirine benzemediği ortaya çıkmıştır. Aynı çalışmada OECD ülkelerinden gelen yatırımcıların Hindistan'daki yatırım kararları nispeten finansal riske daha duyarlı olduğu tespit edilmiştir (Wei, 2005:719-736).

OECD (2005) tarafından hazırlanan *Yabancı Sermaye Yatırımlarında Son Gelişmeler ve Eğilimler* isimli analizde doların değerinin son yıllarda düşük olması sebebiyle alternatif üretim yerlerine doğru işletmelerin devralma ve birleşme kararlarında artış olmuştur. Yine aynı rapora göre, Avro değerindeki dalgalanmaların Almanya'dan sermaye akımına neden olması muhtemeldir.

UNCTAD 2005 Uluslararası Yatırım Raporu'nda yeni gelişen ülkelerin ülke risklerinde azalmalar olduğu, kurumlar vergisi oranlarında düşüşler olduğu, ülkelerdeki liberalleşme eğilimlerinin arttığı, fakat yatırımları belirlemede gelişen ülke borsalarındaki yükselmeler ve mal fiyatlarındaki dalgalanmaların mikro etken olarak belirleyici olduğu iddia edilmektedir. Yine doların değerinden kaynaklanan farkların yatırımları etkilediği de analizde yer almaktadır. ÇUG yöneticileri üzerinde yapılan anketlerde en önemli riskler arasında finansal istikrarsızlık ve kur dalgalanmaları vardır.

Gelişen ülkeler arasında en çok yatırım çeken ülkelerin başında gelen Çin üzerine (ZHUANG ve diğ., 1998) anket tabanlı bir araştırma sonuçlarından yola çıkılarak ulaşılan sonuçlardan birisi de, Çin'in çok yatırım çekmesinde yüksek enflasyondan kurtulması, döviz kurlarının istikrarlı duruma gelmesi ve dış ticaret bariyerlerinin azaltılmasıdır.

Bu çalışmaya ilham veren, Güney Kore'nin diğer Uzak Doğu Asya ülkelerindeki yatırımları inceleyen bir çalışmanın sonuçlarına göre, işçi ücretleri ve milli gelir değişkenleri tüm yatırım ülkeleri için anlamlı bir değişkendir. Döviz kuru değişimleri özellikle Endonezya'ya yapılan yatırımlarda belirleyicidir. Kore'nin yatırımlarında cari denge gelişmeleri etkilidir (Lee-Tcha, 1995).

Türk ekonomisinde ÇUG yatırımları belirleyen risk faktörleri üzerine Kula tarafından elde edilen sonuçlar reel faizler, dış borç servisi ve döviz darboğazları gibi değişkenleri etkili göstermektedir (Kula, 2006:246).

Yurt dışında yatırım yapan Türk işletmelerinin yatırımlarını dışarıya iten faktörler arasında Akçaoğlu (2005) tarafından ankete dayalı bir araştırmanın analizi olarak, döviz kurlarının yüksek oluşu, faiz oranlarının yüksek oluşu, sermayenin erimesi ve ekonomik istikrarsızlık gibi finansal riskler ortaya çıkmaktadır.

B. Veri ve Yöntem

YSY'nin finansal risklere bağımlılığının analizinde, 1998-2005 yılları arasındaki çeyrek dönemlik veriler kullanılmıştır. Verilerin derlenmesinde, OECDSource ve DSI Data Service&Information veritabanlarından yararlanılmıştır. Verilerde birlik sağlanan ve ilgili olduğu düşünülen değişkenler aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

- i. *Yabancı Sermaye Yatırımları(lnysy)*: Ülkelere akım olarak çeyrek dönemlerde giren doğrudan yabancı yatırımlarını ifade etmektedir. Modelin bağımlı değişkenidir ve logaritmik olarak kullanılmaktadır. Logaritmik olarak kullanmanın temel sebebi dalgalanmaların azaltılarak daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesinin sağlanmasıdır.
- ii. *Gayri Safi Yurt İçi Hasıla(lngsyih_{t-1})*: Ülkeye yatırım yapılabilmesi için ülkenin iç pazar büyüklüğü etkilidir. Aslında temel belirleyici değişkendir. Çalışmada kullanılan veriler, cari fiyatlarla hesaplanan rakamlardır. GSYİH'sı artan ülkelerde YSY ile pozitif bir ilişki olması beklenmektedir. Bu değişken aynı zamanda modele alınmayan diğer değişkenleri bünyesinde taşımaktadır. Modelde logaritması alınarak ve bir dönem gecikmeli kullanılmıştır.
- iii. *Cari Denge(cari_{t-1})*: Ülkenin döviz ihtiyacını ve kırılabilirliği gösteren bir ekonomik risk unsurudur. Modelde bir dönem gecikmeli olarak kullanılmıştır. Cari açık olduğu dönemlerde ülkenin risk taşıması beklenmektedir.
- iv. *Borsa Endeksi(borsa)*: İşletmelerin değerini ve ülkenin finansal istikrarının göstergesidir. Endeksteki değişim YSY için önemli bir göstergedir. Yabancı şirketlerin de değerini göstermesi açısından önemlidir. Analizde 2000 baz yılına göre endeks kullanılmıştır. Endeksin arttığı ülkelerde YSY yatırımlarını pozitif etkilemesi beklenmektedir.
- v. *Reel Kur(reel)*: Reel döviz kurlarının artması YSY'yi teşvik eden bir unsurdur. Çünkü reel kurların artması yerli paranın değer kazanmasına sebep olacağından yatırımcı işletmeye ucuz girdi imkânı ve yerli işletmeler karşısında rekabet avantajı sağlaması gibi avantajları olacaktır. Bu durumda reel kurlardaki artış YSY'yi pozitif, azalış ise negatif etkileyecektir. Reel kurlar 2000 yılı baz alınarak OECD verilerinden derlenmiştir.
- vi. *Faiz Oranı(faiz)*: Ülkelerdeki en önemli finansal risk unsurudur. Ülkelerin riski arttıkça faiz oranları yükselir. Veri derlemede en çok sorunla karşılaşılan değişken olmuştur. İrlanda ve Kore uzun vadeli bono faizleri, Meksika 1 yıllık borçlanma faizleri, Türkiye 6 aylık hazine bonusu faizi esas alınarak analize dâhil edilmiştir. Beklenen faiz oranı arttıkça YSY'nin azalması beklenmektedir.
- vii. *Enflasyon(lnenf)*: Ekonomik ve finansal etkileri olan bir risktir. Enflasyon işletmelerin değeri ve işlemlerini anlamsızlaştırabilen değişkendir. Çalışmada üretici fiyatları 2000 yılı baz alınarak kullanılmıştır. Türkiye verilerinde 2003 yılı baz yılıdır. Enflasyonun YSY'yi olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Gelişen ülkelerde enflasyonun hızlı değişmesi sebebiyle geçmiş dönemler ve son

dönemde önemli farklılıklar olabileceğinden logaritması alınarak modele dâhil edilmiştir.

Analizdeki verilere ait istatistikî göstergeler ülkelere göre Tablo 12'de gösterilmiştir.

Tablo 12. Ülkelere Göre Değişkenlere Ait İstatistikler(1996-2005 Çeyrek Dönemler)

	<i>lnsy</i>	<i>lngsyih_{t-1}</i>	<i>cari_{t-1}</i>	<i>lnenf</i>	<i>borsa</i>	<i>faiz</i>	<i>reelkur</i>
G.KORE							
<i>N</i>	39	38	38	39	39	39	39
<i>Ortalama</i>	6,8485	11,8866	2,8971	4,6625	82,7692	7,9726	85,6795
<i>Std.Sapma</i>	,85049	,22387	4,81952	,02364	26,30232	3,07797	14,78497
<i>Min.</i>	4,87	11,46	-7,35	4,59	34,00	3,63	62,00
<i>Maks.</i>	8,25	12,26	11,11	4,70	151,70	15,80	116,50
İRLANDA							
<i>N</i>	36	35	35	36	36	36	36
<i>Ortalama</i>	8,2303	9,9697	,0820	4,5759	94,6611	4,7964	110,0161
<i>Std.Sapma</i>	,89337	,29394	,60323	,04657	16,92120	,93132	9,61403
<i>Min.</i>	6,13	9,38	-1,04	4,50	56,00	3,11	98,00
<i>Maks.</i>	9,61	10,36	1,31	4,65	130,30	6,84	124,40
	9,61	10,36	1,31	4,65	130,30	6,84	124,40
MEKSİKA							
<i>N</i>	8,2150	6,3047	-2,6346	4,6253	225,8335	17,0580	90,8975
<i>Ortalama</i>	,38315	,25186	1,82829	,26141	63,64686	10,06139	13,31653
<i>Std.Sapma</i>	7,48	5,71	-5,38	4,01	130,00	5,13	64,00
<i>Min.</i>	9,60	6,71	3,67	4,93	342,00	45,70	111,10
<i>Maks.</i>							
TÜRKİYE							
<i>N</i>	40	39	39	40	40	40	40
<i>Ortalama</i>	5,8292	10,2633	-1,3138	4,6256	75,3200	54,6358	114,6983
<i>Std.Sapma</i>	,86636	1,18632	2,12640	1,11285	63,22901	30,86006	15,04188
<i>Min.</i>	4,53	7,69	-6,92	2,40	7,00	13,89	90,50
<i>Maks.</i>	8,61	11,91	1,88	5,87	260,70	183,20	147,00

C. Analizin Bulguları

Çalışmada İrlanda, Kore,Meksika ve Türkiye için aynı model kullanılmıştır. Model:

$$lnsy = b_0 + lngsyih_{t-1}b_1 + cari_{t-1}b_2 + borsa b_3 + reelb_4 + faizb_5 + lnenfb_6 + e$$

şekindedir. Modelde kullanılan veriler için zaman serileri kullanılmıştır. Bu durumda çoklu doğrusallık ve ardışık bağımlılık sorunları ile karşılaşılabilir. Yapılan analizlerde ardışık bağımlılık sorunu çıkmamıştır. Veriler arasındaki korelasyondan kaynaklanan çoklu doğrusallık ilişkisinde önemli oranlarda değildir. Modeldeki verilerde t değerlerinin tamamının anlamsız olduğu model sonucuna ulaşılmamıştır. Ayrıca verilerin yatay kesitlerde birleştirilmesi ve diğer işlemler verilerin gerçek açıklama değerini ortadan kaldırma riski olduğundan (Gujarati, 2001:341), sadece gereken değişkenlerde logaritmik düzeltmeler yapılmıştır.

Ülkeler için sonuçlar farklı olarak elde edilmiştir. Karşılaştırmalarda verilerinden kaynaklanan küçük farklılıklara rağmen karşılaştırılabilir bir sonuç elde edilmiştir (Tablo 13).

İrlanda modelinin bulguları 0,05 seviyesinde anlamlı bir sonuç vermektedir. YSY üzerinde, reel kur, enflasyon ve GSYİH değişkenleri etkilidir. Ülkedeki reel kurlardaki %1'lik değişim YSY'yi %0,08 azaltmakta, enflasyondaki %1'lik artış YSY görelisi olarak %5 azaltmakta ve Gelirdeki (gecikmeli değer) %1'lik görelisi artış %3 YSY'yi artırmaktadır. Reel kurların artmaması, üretici fiyatlarındaki artış (enflasyon) İrlanda'da YSY'yi olumsuz etkilemektedir. Fakat iç pazar büyüklüğü enflasyon kadar etkilemese de YSY yatırımlarında olumlu etkisi vardır.

Kore modeli sonuçları, 0,01 anlamlılık seviyesinde anlamlıdır. YSY üzerinde, reel kur, enflasyon, cari denge ve GSYİH (gecikmeli değer) değişkenleri etkilidir. Reel kurlardaki %1'lik artış çok küçük oranda da olsa (yaklaşık %01) olumlu etkilemektedir. Enflasyondaki %1'lik görelisi artış YSY'yi %10 seviyesinde görelisi olarak azaltmaktadır. Cari dengedeki fazlalıklar ve gelirdeki artışlar küçük oranlarda olsa olumlu etkilemektedir.

Meksika modeli gereken seviyelerde anlamlı bir sonuç vermemiştir. Meksika'nın son yıllarda en çok yabancı sermaye çeken ülke olması daha çok ABD yatırımlarından kaynaklandığı değişik çalışmalarda gösterilmektedir (Thomas D.E., Grosse, 2001:59-77)

Uygulamanın beklentilere en uygun sonuçları Türkiye'den elde edilmiştir. Modelin anlamlılık seviyesi ve açıklama yüzdesi yüksek oranlardadır. Türkiye'de YSY üzerinde, reel kur, enflasyon, cari denge ve GSYİH değişkenleri etkilidir. Reel kur, cari açıklar ve enflasyon YSY yatırımlarını azaltıcı yönde etkilemektedir. Son dönemde enflasyondaki olumlu değişime rağmen görelisi olarak %1'lik artış YSY'yi %1,13 seviyesinde azaltmaktadır. Ülkedeki pazarın büyüklüğünü gösteren GSYİH'daki (gecikmeli değer) %1'lik artış YSY'yi %1,6 artırmaktadır. Türkiye'de dışa açılma politikası ve liberalleşme ile birlikte pazarın büyüklüğü önemli belirleyicidir. YSY akımını belirlemede en önemli risk enflasyon ve daha düşük de olsa cari açıklar risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Türkiye modelinden elde edilen bulgular, pazar büyüklüğü noktasında önceki çalışmalarla uyumludur (Kula, 2006:245).

SONUÇ

Bu çalışma, YSY üzerine finansal risk faktörlerinin etkisini belirlemeye yöneliktir. Türkiye, Meksika, G.Kore ve İrlanda gibi yeni gelişen OECD ülkeleri üzerinde uygulama yapılarak, risk faktörlerinin etkisi analiz edilmiştir.

Ülkeler açısından finansal risklerin asgariye düşürülmesi ve finansal istikrarın sağlanması ekonomide YSY'yi çeken bir unsur olarak ortaya çıkması hedeflerin belirlenmesi açısından faydalı olabilecektir. Bu sebeple yapılan analizden elde edilen bulgularda ortak nokta, pazarın büyüme potansiyeli en çok yatırım çeken unsur olarak ortaya çıkmıştır. İrlanda'nın küçük bir ülke olmasına

rağmen AB üyesi olması YSY için teşvik edici bir unsur olabilir. Meksika, Türkiye ve G.Kore zaten iç pazar büyüklüğü açısından önemli ülkelerdir.

Tablo 13. Ülkelere Göre Bulgular

	İrlanda			Kore			Meksika			Türkiye		
	β	t	p	β	t	p	β	t	p	β	t	p
Sabit	13,731	0,696	0,49	52,976	2,239	0,03	8,398	2,610	0,01	-1,673	0,573	0,57
Reel Kur	-0,0867	-1,875	0,07	0,0083	3,067	0,00	0,0026	1,967	0,05	-0,0027	-2,197	0,03
Faiz	-0,564	-1,582	0,12	0,0038	0,507	0,61	-0,0008	-0,601	0,55	-0,0001	-0,253	0,80
Borsa	-0,0016	-1,094	0,28	0,00033	-0,541	0,59	-0,000017	-0,933	0,35	0,0002	0,452	0,65
İngiliz	-5,098	-0,267	0,07	-10,361	-1,975	0,05	-1,218	-1,012	0,31	-1,36	-2,711	0,01
İngiliz	3,178	1,901	0,07	0,000034	-4,163	0,00	0,574	0,594	0,55	1,616	3,249	0,00
Çarabı	-0,526	-1,850	0,41	0,0065	2,245	0,03	-0,00049	0,142	0,88	-0,215	-2,638	0,01
R ²	0,36			0,54			0,23			0,65		
Düç.R ²	0,23			0,46			0,09			0,59		
F	2,686			6,190			1,636			9,962		
P	0,03			0,00			0,17			0,00		
D-Watson	2,450			2,204			2,525			2,062		

Risk unsurları arasında YSY açısından en olumsuz faktör enflasyondur. Enflasyon, ekonomik ve mali istikrarı bozan temel risk faktörüdür. Türkiye ve Kore açısından bu risk olarak daha yüksek seviyede ortaya çıkmaktadır. Reel kurların artması YSY açısından genelde olumludur. Yapılan analizlerde Kore’de beklenti yönünde sonuç çıkmasına rağmen, Türkiye ve İrlanda’da beklenen sonuçlar çıkmamıştır. Faiz ve Borsa endeksinin değişimi anlamlı olarak çıkmamıştır. Fakat bu sonuçlar gözlem sayılarının artmasıyla değişebilir.

Meksika ile ilgili modelin anlamsız çıkmasında diğer faktörlerin daha fazla etkili olması söz konusu olabilir. Özellikle ABD yatırımcıları tarafından tercih edilen ülke, yabancı sermayeden önemli pay alan ülkelerdendir.

Sonuçta, yabancı yatırımlarda ülkelerin finansal istikrarından çok, büyüme potansiyellerinin daha belirleyici olduğu söylenebilir. Bu durum ülkelerde büyümeye yönelik iktisadi politika üretilmesinin daha önemli duruma getirecektir. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda, elde edilen bulgular anlamsız duruma gelebilir. Çünkü YSY kültürel, siyasi ve ekonomik çok farklı değişkenlerden etkilenmektedir.

KAYNAKLAR

AKÇAOĞLU, E., (2005), *Türk Firmalarının Dış Yatırımları: Saikler ve Stratejiler*, TBB yayınları, Ankara.

- BORENSZTEIN, E., GREGORİO, J. De. ve LEE, J-W., (1998)“How Does Foreign Direct Investment affect economic growth?”, *Journal of International Economics*,45, 115-135.
- BUCKLEY, A., *Multinational Finance*, Third Edition, Prentice Hall Europe, Great Britian,1996
- CROTTY, J. ve LEE, K. K., (2005)“The Effects of Neoliberal “Reforms” on the Post-Crisis Korean Economy”, *PERI Working Paper Series*,1-21(<http://www.umass.edu/peri/>)
- DEMİRAG, I., GODDARD, S., (1994) *Financial Management for International Business*, McGraw Hill B.C.England, s.234-237
- DUNNING, J. H., (2000) “The eclectic paradigm as envelope for economic and business theories of MNE”, *International Business Review* 9, 163-190.
- GOJARATI, D.N., *Temel Ekonometri*, (çev. Şenesen, Ü., Şenesen G.G.)2.Baskı,Literartür Yayınları, İstanbul,2001
- KOBRIN, S. J., (2005) “The determinants of liberalization of FDI policy in devoloping countries”, a cross-sectional analysis,1992-2001”, *Transnational Corporations*, Volume 14, Number 1, April, 68-101
- KULA, F., (2006) *Çokuluslu Girişimler ve Türkiye*, İleri yayınları, İstanbul
- OECD, (2005) “Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment”, *International Investment Perspectives*,14(www.oecd.org., 02/05/2006)
- PAN, Y.,(2003) “*The inflow of foreign direct investment to China: the impact of country-specific factors*”, *Journal of Business Research* 56, 829-833
- QUÉRÉ, A.B., FONTAGNÉ, L. ve LAHRÉCHE-RÉVIL, (1999) “Exchange rate strategies in the competition for atracting FDI”, *CEPII document de travial* n° 99-16,1-32
- ROSTOW, W.W. (1999) *İktisadi Gelişmenin Merhaleleri*, (Çev.Erol Güngör), Ötüken Yay., 2.Baskı,
- RUGMAN, A.M. ve VERBEKE, E.,(1990) “Strategic Capital Budgeting Decisions And the theory of Internationalization”, *Managerial Finance*, Vol. 16. No.2,17-24(Nak. DEMİRAG, I., GODDARD, S., *Financial Management for International Business*, (1994)McGraw Hill B.C.England, s.232)
- STIGLITZ J. E., (1999) “Reforming the Global Economic Architecture:Lessons from Recent Crises”, *The Journal of Finance*, Vol.54,No.4,1508-1521
- SUNDARARAJAN V., ARIYOSHI A. ve ÖTKER-ROBE, (2000) “International Capital Mobility and Domestic Financial System Stability survey of Issues”; *Financial Risks, Stability, and Globalization*, (Ed. JOHNSON O.E.G.,) Papers Presented at the Eighth Seminar on Central Banking, Washington D.C., IMF,2002,426-472
- TATOĞLU; E. ve GLAISTER, K. W.,(1998) “An analysis of motives for western FDI in Turkey”, *Internatonal Business Review*, 7,203-230
- THOMAS D.E. ve GROSSE R., (2001) “Country of Origin Determinants of foreign direct investment in an emerging market:the case of Mexico”, *Journal of International Management*, 7,59-79

- TOBIN, J., (1999) "Financial Re-Globalization", *Options Politiques*, Juillet-Aout, 1999,18-21
- WEI, W., (2005) "China and India: Any difference in their FDI performances", *Journal of Asian Economics*, 16,719-736; MOOSA, I.A., CARDAK, B. A.,(2006) "The determinants of foreign direct investment: An extreme bounds analysis", *Journal of Multinational Financial Management*, 16, 199-211
- WEI, W., (2005) "Chine and India: Any difference in their FDI performances", *Journal of Asian Economics*,16, 719-736
- WORLD BANK, *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, 2003,77-91 (www.worldbank.org,e.t.12.10.2004)
- YILDIRAN, M, (2004), "Gelişmede Aynılaşma Sorunu:Tarzı Olan Bir Değişim", *Active-Academy* I. Makale Yarışması İkincisi,1-51(www.makaleyarismasi.com/ikinci; e.t.02/04/2005)
- ZHUANG, L., RITCHIE R., ZHANG, Q., (1998), "Managing Business Risks in Chine", *Long Range Planning*, Vol.31, No.4, 606-614