



## **TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU**

TARTIŞMA METNİ 2012/55

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

### **DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMI BEKLERKEN**

**Ercan Uygur**

Bu çalışma "BÖLGESEL GELİŞME STRATEJİLERİ VE AKDENİZ EKONOMİSİ", başlığı ile Prof. Dr. Haluk Erhat editörlüğünde hazırlanan ve 2005 yılında TEK yayını olarak basılan kitapta yer almaktadır.

**Temmuz, 2012**

# Doğrudan Yabancı Yatırımı Beklerken

*Ercan Uygur\**

## 1. Giriş

Büyümesini hızlandırmak isteyen bir ülkede öncelikli bir koşul yatırımın artmasıdır. Yatırım artışı için tasarruf artışı gerekir, ancak gelişmekte olan bir ülkede arzulanan iç tasarruf artışı yetersiz kalabilir. Bu durumda yapılan bir öneri, ülkenin dış tasarruftan daha fazla yararlanmasıdır ve bunun için de ülkeye uluslararası-yabancı sermaye girişi olmalıdır.

Ödemeler dengesi tanımlarına göre, yabancı sermaye ülkeye üç biçimde giriş yapabilir; (i) doğrudan yabancı yatırımlar, (ii) portföy yatırımları ve (iii) diğer yatırımlar. Portföy yatırımları, hisse senedi ve kamu, özel bono ve tahvil alımları ile gerçekleşir. Diğer yatırımlar ise, genellikle krediler ile gerçekleşir. Burada kredilere “yatırım” denmesi dikkat çekebilir, ancak yapılan, sermaye girişinin sınıflanmasıdır.

Konuyla ilgili tartışmalarda gördüğümüz bazı yanlış anlamalara dikkat çekmek ve daha sonra yapacağımız irdelemeleri anlaşılır kılmak için doğrudan yabancı yatırımı (DYY) bu aşamada tanımlamakta yarar var. DYY; yabancıların yeni şirket kurmak veya mevcut bir şirketi tümüyle veya kısmen satın almak veya şube açmak amacıyla yurtdışından getirdikleri veya yurtiçinde kendi yarattıkları kaynaklardan oluşur. DYY'nin yurtdışı kaynakları ülkeye (a) nakit dövizler, (b) şirket menkul kıymetleri, (c) makina ve teçhizat, (d) sınai-fikri mülkiyet hakkı ve doğal kaynak arama-çıkarma hakkı ile giriş yaparlar.

DYY'nin yurtiçi kaynakları ise yabancıların yurtiçindeki karlarının, alacaklarının ve diğer mali değerlerinin şirket satın alma ve yatırım için kullanılan bölümüdür. DYY tanımları konusunda, örneğin IMF (1993), OECD (1996), Hazine Müsteşarlığı (2005) gibi kaynaklara bakılabilir.

---

\* Prof. Dr., Ankara Üniversitesi, SBF, İktisat Bölümü

Verdiğimiz tanımdan da anlaşıldığı gibi,  $DYY = \text{sabit sermaye yatırımı}$  ifadesi doğru değildir ve sabit sermaye yatırımı  $DYY$ 'den çok daha düşük olabilir. Özellikle, eğer  $DYY$  sınırötesi şirket birleşmeleri ve satınalmaları (cross-border mergers and acquisitions) biçiminde ise, sabit sermaye yatırımı  $DYY$ 'den küçük olacaktır. Halbuki bazı tartışmalarda yukarıdaki eşitliğin geçerli olduğu örtülü olarak varsayılmaktadır. Burada iki noktayı belirtmemiz gerekir. (a) Birleşme ve satınalmalar  $DYY$  girişi dışında sermaye piyasalarından yapılan borçlanmalar ile de finanse edilebilir. Borçlanma ile finanse edilen birleşme ve satınalmalar  $DYY$  olarak tanımlanmazlar. (b) Birleşme ve satınalmalar ile ilgili finansal işlemler bir yılda bitmeyebilir ve taksitlendirme ile uzun bir döneme yayılabilir. İşte bu iki nedenle bir yıldaki birleşme ve satınalmaların değeri, o yılın  $DYY$  değerini aşabilir.

Yine tanımdan anlaşıldığı gibi,  $DYY = \text{yabancı sermaye girişi}$  ifadesi de doğru olmaz, çünkü şirket satınalmaların ve yatırımların bir bölümü yurtiçi kaynaklardan sağlanmış olabilir. Bazı açıklamalarda, bu ikinci eşitliğin doğru olduğu izlenimi verilebilmektedir.

Yukarıda belirttiğimiz IMF ve OECD kaynaklarındaki tanıma göre, bir yabancı şirket veya kişi bir yerli şirketin %10 ve üzeri hissesini veya oy hakkını aldıysa, bu alım kadar  $DYY$  yapılmış sayılır. Bu durumda, eğer satın alınan hisse veya oy hakkı %10'un altında ise, bu alım kadar portföy yatırımı yapılmış sayılır. Aynı kaynaklara göre, yabancı yatırımcı, tümünü veya bir bölümünü satın aldığı şirketle uzun dönemli bir ilişki içine girmiştir ve şirketin yönetimi üzerinde de önemli etkisi vardır. Aynı ilişki ve etki yabancı yatırımcının kendi kurduğu şirket için de zaten elbette vardır.

Buradaki ifadelerden de açıkça anlaşıldığı gibi, portföy yatırımına ve diğer yatırımlara (kredilere) göre,  $DYY$  daha uzun vadeli bir yabancı sermaye girişi olarak tanımlanmaktadır.

Sabit sermaye stokunu arttırmak yanında,  $DYY$ 'nin teknolojik ilerleme getirdiği, işletmecilik bilgisini geliştirdiği, rekabeti arttırdığı, dış pazarlara açılmayı kolaylaştırdığı, nitelikli işgücünün yetişmesine katkı yaptığı ve tüm bunların sonucunda üretkenlik artışı yoluyla da büyümeyi hızlandırdığı görüşü sıkça dile getirilir.  $DYY$ 'nin ayrıca ödemeler dengesinin cari işlem açıkları için ve dolayısıyla tasarruf açığını kapatmak için uzun vadeli finansman sağladığı da vurgulanır.

Bu sonuçların bir bölümünün ortaya çıkmadığı ve tartışmalı olduğu hem kuramsal hem uyguamalı çalışmalarda ifade edilmiştir. Ancak Türkiye, özellikle büyümeye önemli katkısı olacağı görüşünden hareketle, 1950'den bu yana, son 55 yıldır,  $DYY$  çekmek için çaba göstermektedir.

Bu çalışmanın başlıca iki amacı var. Birincisi, Türkiye'nin geçmişten bugüne DYY çekmek için gösterdiği çabaları ve DYY'deki gelişmeleri dünyadaki gelişmeler ışığında irdelemektir. Bu bağlamda Bölüm 2'de Türkiye'de DYY ile ilgili yasal ve kurumsal düzenlemeler ele alınıyor ve, 1950'den bu yana DYY için gösterdiği onca çabaya karşılık, Türkiye'nin umduğu DYY girişini elde edemediği sonucuna varılıyor. Bölüm 3'te Türkiye'deki ve dünyadaki DYY gelişmeleri inceleniyor ve DYY'nin giderek daha çok sınırötesi birleşme ve satınalma yoluyla girdiği, yeni fabrika ve makina-teçhizat yatırımının, kısa adıyla yeşilalan (greenfield) yatırımının görece azaldığı vurgulanıyor.

17 Aralık 2004'te yapılan "Türkiye'nin AB ile üyelik görüşmeleri 3 Ekim 2005 tarihinde başlayabilir" açıklaması ile, Türkiye'ye DYY girişinin hızlandığı, görüşmeler başladığında daha da hızlanacağı sıkça dile getiriliyor. Bu noktada şu sorular akla geliyor. Yapılan açıklama ve Türkiye'nin AB üyeliği için görüşmeye başlaması Türkiye'de neleri etkileyecek ki, Türkiye'ye DYY girişi geçmişe göre hızlanacak? Diğer bir ifade ile, DYY'yi çekecek olan ekonomik unsurlar nelerdir? Çalışmanın ikinci amacı, bu tür sorulara cevap aramaktır.

Bu bağlamda Bölüm 4'te önce DYY girişini etkileyen unsurlar, diğer çalışmaların bulguları çerçevesinde, ele alınıyor. Bu konuda yatırım ortamı endeksleri ve bu endeksleri etkileyen değişkenler önemli yer tutuyor. Bölüm 4'te sonra Türkiye'ye giren DYY'yi etkileyen değişkenler ekonometrik olarak değerlendiriliyor. Ele alınan değişkenler arasında yerli sabit sermaye yatırımı, ihracat, enflasyon, reel faiz, konsolide bütçe dengesi, büyüme var. Bu değişkenlerin zaman serisi olarak incelenmesinden sonra yapılan nedensellik sınamaları sonucunda DYY'yi etkileyen en önemli iki değişken reel hazine faizi ve konsolide bütçe dengesi. Bunlardaki düzelleme DYY'yi olumlu etkiliyor.

Yine Bölüm 4'te DYY'yi ve diğer değişkenleri içeren bir VAR sistemi tahmin ediliyor. Bu VAR sisteminden ihracat, enflasyon, konsolide bütçe dengesi ve reel faizde değişme olduğunda DYY'nin bu değişmeye nasıl tepki verdiği araştırılıyor. Bu etki-tepki incelemesinde, DYY'nin en açık ve net olarak reel faize tepki verdiği ve reel faizin düşmesiyle DYY'nin belirgin biçimde arttığı görülüyor. Daha az ve daha gecikmeli olsa da, bütçe dengesinde iyileşmenin DYY'yi olumlu etkilediği anlaşılıyor.

Çalışmanın Sonuç ve sonuncu bölümünde Türkiye'ye giren DYY konusunda bazı genel değerlendirmeler yapılmakta ve beklentiler ifade edilmektedir. Burada, AB üyelik görüşmelerinin Türkiye'ye DYY girişini etkileyebileceği, ancak bunun DYY için yeterli bir açıklama olmayacağı ifade edilmektedir. Bir kere, içinde bulunduğumuz 2005 ilkbaharında Türkiye'nin üyelik görüşmelerinin akibetinin ne olacağı belli değildir. Üyelik görüşmelerinden bağımsız olarak DYY girişinde bir süre artış olacaktır. Bu artışın bir kaynağı özelleştirme, bir diğer kaynağı yabancı sermaye payı düşük kalmış şirketler ve

sektörlerdir. Eğer Türkiye'nin makroekonomik belirsizlikleri yükselmezse, daha bir süre DYY girişi olacak, ancak bu giriş bir süre sonra yavaşlayacaktır. Çünkü örneğin Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinde gözlemlendiği gibi, özelleştirme ve şirket satınalmaları-birleşmeleri bir sınıra gelip dayanacaktır.

## 2. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırım Çekmek İçin Gösterilen Çaba ve Sonucu

Yukarıda belirttiğimiz gibi Türkiye, 1950'den bu yana DYY çekmek için büyük çaba gösteriyor. Bu çabanın bir yansıması bu konuda çıkarılan yasal ve kurumsal düzenlemelerdir. DYY için ilk yasal düzenleme 1950 yılında yapılıyor ve yabancı sermayeye dışarıya transfer edilebilmesi garantisi veriliyor. Çok daha geniş kapsamlı 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu, 1954 yılında yürürlüğe giriyor. Bu yasa ile Türkiye "dönemin en liberal Yabancı Sermaye Kanununu uygulamaya koymuştur." DPT (2000: 8). Bu alıntı DPT'nin Özel İhtisas Komisyonu Raporundan yapılmıştır ve bu komisyonun başkanı Yabancı Sermaye Derneği (YASED) başkanıdır. Bu bakımdan, komisyonun "dönemin en liberal Yabancı Sermaye Kanunu" tanımlamasında bir abartı olması beklenmez.

Ocak 1980'de başlayan serbestleşme politikalarını tamamlamak üzere yürürlüğe konulan Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi ile Türkiye, DYY alanında "en liberal mevzuata sahip ülkeler arasındadır." DPT (2000: 8-9). Bu ifadenin de aynı Özel İhtisas Komisyonu Raporu'nda yer aldığını vurgulayalım. Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi daha sonra 1986, 1992 ve 1995'te, DYY girişini özendirmek üzere birçok kez değiştirilmiştir. Yine 1980 başında Başbakanlığa bağlı Yabancı Sermaye Dairesi'nin kurulduğunu görüyoruz. Daha sonra DPT'ye bağlanan bu daire, Genel Müdürlük olarak Temmuz 1991'de Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığına, Aralık 1994'te Hazine Müsteşarlığına bağlanmıştır.

DYY girişlerini ve ihracatı özendirmek amacıyla Haziran 1985'te Serbest Bölgeler Kanunu çıkarılıyor ve ilk serbest bölge 1987'de Mersin'de kuruluyor. Daha sonra birçok başka serbest bölge oluşturuluyor ve 2005 başında sayıları 20'yi buluyor.

Türkiye'nin AB'ye üye olma girişimlerinin ve 1 Ocak 1996'da yürürlüğe giren Türkiye-AB Gümrük Birliği anlaşmasının önemli bir nedeni, bu yolla ülkeye daha fazla DYY gireceği beklentisidir. "Bu beklenti ile Türkiye, AB'nin getirdiği koşulları ve kısıtlamaları kabul etmiştir" düşüncesi yaygındır.

DYY'ye verilen güvenceler bağlamında ve bu güvenceleri daha da pekiştirmek için Ağustos 1999'da Anayasa değiştirilerek "tahkim" kabul edildi. Yoğun tartışmalar eşliğinde kabul edilen tahkim ile birlikte, Türkiye'de ya-

bancı sermayenin karşılaştığı hukuksal sorunlar, ülkedeki yargı organları yerine, iki tarafça belirlenen bir uluslararası hakem kurulunda çözümlenebilecektir.

DYY'ye ilişkin son yasal düzenleme Haziran 2003'te yürürlüğe giren 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile yapılmıştır. Bu düzenleme ile: (a) Yabancı sermayeli şirketler ile bunların şubeleri ve iştiraklerinin DYY yapmaları için Hazine Müsteşarlığı'ndan ön izin alma sistemi kaldırılmış ve, yerine, bilgi verme sistemi getirilmiştir. Bu nedenle Türkiye'de DYY konusunda yapılan çalışmalarda önemli yer tutan "izin verilen DYY" istatistikleri artık yoktur. (b) Türkiye'de DYY yapılması tümüyle serbesttir. (c) Yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılarla eşit muameleye tabidirler. (d) DYY, kamu yararı gerektirmedikçe ve karşılıkları ödenmedikçe kamulaştırılmaz veya devletleştirilemez. (e) Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki faaliyet ve işlemlerinden doğan kar, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri yurt dışına serbestçe transfer edilebilir (Hazine Müsteşarlığı, 2003).

Kısaca özetlediğimiz yasal ve kurumsal düzenlemeler ve özendirmeler sonrasında Türkiye'ye giren DYY nedir? 1980 ile 2003 Haziran döneminde izin verilen DYY tutarı 35 milyar 203 milyon dolar, fiili giriş ise 16 milyar 372 milyon dolardır.<sup>1</sup> Gerçekleşen DYY, izin verilenin yarısından da azdır ve yılda ortalama 700 milyon dolar dolayında kalmıştır.

DYY girişleri beklentileri karşılamış mıdır? Bu sorunun cevabı kesin "hayır"dır. "Uygulanan tüm teşviklere ve Türkiye'nin 1 Ocak 1996 tarihinde Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği'ni gerçekleştirmesine rağmen, Türkiye'ye istenilen ölçüde yabancı sermaye girişi sağlanamamıştır." Karluk (2001: 105). DYY konusundaki Özel İhtisas Komisyonu raporu şöyle diyor: "Türkiye, pek çok sermaye ihraç eden ülke hükümetleri ve uluslararası yatırımcı tarafından, Çin'den sonra dünyada en fazla yatırım çekebilecek ikinci gelişmekte olan ülke olarak kabul edilmektedir. Bu kabul, Türkiye'nin yılda en az 30 milyar dolar tutarında doğrudan yabancı yatırım çekmesini gerektirmektedir." DPT (2000: 23). Belirtmek gerekir ki, burada "en az 30 milyar dolar" nasıl bulundu sorusu akla geliyor.

Aynı raporda, Türkiye'ye DYY girişinin 1990'lar başında umut verdiği, ancak daha sonraki yıllarda hayal kırıklığı yarattığı ifade ediliyor. 1990'larda Türkiye'ye gelen DYY, toplam küresel DYY'nin %1'inin çok altındadır ve bu DYY girişi Türkiye'nin "potansiyelinden ne denli uzakta olduğunu göstermesinin yanında, rakibi sayılabilecek diğer gelişmekte olan ülkelere karşı rekabet şansını kullanamadığını da gözler önüne sermektedir." DPT (2000: 23).

Türkiye'ye 2000-2004 döneminde giren DYY, daha önceki dönemlerde girenden farklı değildir. Aşağıda Tablo 2'de görüldüğü gibi, 2001 yılı dışlandı-

<sup>1</sup> Veriler [www.hazine.gov.tr/stat/yabser.htm](http://www.hazine.gov.tr/stat/yabser.htm) 'den alınmıştır

ğında ve gayrimenkul satışları dikkate alınmadığında, bu dönemdeki yıllık ortalama DYY yine 1 milyar dolar kadardır. Bir GSM hattı ihalesi sonrasında 1.5 milyar dolara varan giriş nedeniyle 2001 yılında DYY toplamı 3.27 milyar dolar olmuştur.

Türkiye'ye 2005 yılına kadar gelen DYY umulanın, beklenenin ve benzer ülkelere gidenin çok altındadır. Burada bir saptama yapabiliriz. Doğu Asya ülkeleri, DYY için teknoloji ve sektör koşulları getirmiş, büyümeyi artırıcı yönlendirmeler yapmış ve böylece bazı sınırlamalar koymuştur.<sup>2</sup> Bu ülkelere DYY girişi önemli boyutlara ulaşmıştır, çünkü DYY teşvikleri yerine eğitime, teknolojiye, altyapıya ve makina-teçhizata kendileri yatırım yapmıştır. Buna karşılık Türkiye, her tür DYY için bunca çaba göstermesine karşılık umduğu DYY'yi çekememiştir, çünkü eğitim-sağlık, teknoloji, altyapı yatırımlarını ihmal etmiş, açıkları kapatma çabaları politikaların temeli olmuştur.

Türkiye'ye giren DYY'nin küresel DYY hareketi içindeki yeri nedir? Özellikle son dönemde DYY girişinin Türkiye'deki ve dünyadaki özellikleri nelerdir? Bu sorulara Bölüm 3'te cevap arıyoruz. Türkiye'ye gelen DYY'nin özelliklerini Bölüm 5'te bir kez daha ele alıyoruz.

### 3. Doğrudan Yabancı Yatırımın Dünyada ve Türkiye'de Gelişimi ve Özellikleri

**1. Dünyada DYY girişleri son 30 yılda hızlı büyümüştür ama önemli dalgalanmalar göstermiştir. Türkiye'ye giren DYY'de artış çok daha yavaştır, ancak küresel DYY'den aldığı payda büyük dalgalanma vardır.** DYY, genel olarak her türlü sermaye hareketinin serbestleşme yoluna girdiği 1970'lerin ikinci yarısında büyümeye başlamıştır. Dünyada DYY girişi 1970-74 döneminde yılda ortalama 17.7 milyar dolar iken, 1980-84'te 59.2, 1990-94'te 204.0 ve 1999-2003'te 906.1 milyar dolara ulaşmıştır. Aşağıda Tablo 1'de görüldüğü gibi, DYY her on yılda bir devresel hareket tamamlamış, 1980'lerin, 1990'ların ve 2000'lerin başında önemli gerilemeler göstermiştir.

Türkiye'ye giren DYY 1980'lerin ikinci yarısında artmaya başlamış, ancak sonrasında durağan bir seyir izlemiştir. 1970-74'te yılda ortalama 58 milyon dolar olan DYY, 1980-84'te 65, 1990-94'te 716 ve 1999-2003'te 1329 milyon TL olmuştur. 2001'deki GSM ihalesi nedeniyle önemli sıçrama gösteren 1999-2003 DYY ortalaması, Tablo 1 ve Tablo 2'den anlaşıldığı gibi, bu yıl dışlanırsa 845 milyon dolar olmaktadır.

**2. 1990 öncesinde DYY girişlerinin büyük bölümü gelişmiş ülkelere iken, 1990 sonrasında gelişmekte olan ülkelerin payı önemli ölçüde art-**

<sup>2</sup> Kore, Tayvan, Malezya, Singapur gibi Doğu Asya ülkelerinin DYY konusundaki politikaları için bakınız örneğin Hernandez (2004).

**mıştır. Ancak Türkiye'nin payı tersine gerilemiştir.** DYY girişleri ve çıkışları, 1970'lerde ve 1980'lerde büyük ölçüde gelişmiş ülkeler arasındadır ve en büyük payı, dalgalı bir seyir izlese de, hem girişlerde hem çıkışlarda ülke olarak ABD almıştır. AB ülkeleri arasında önce İspanya sonra İrlanda DYY girişindeki paylarını hızla arttırmışlardır.

**Tablo 1 Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi, Milyar Dolar ve % Pay**

	Dünya	Gelişmiş	AB	ABD	AGelişmiş	LAmerika	GDAasya
YIL	Milyar \$	% Pay	% Pay	% Pay	% Pay	% Pay	% Pay
1980	55.0	84.6	38.8	30.8	15.3	13.6	6.5
1981	69.4	66.0	23.4	36.3	33.9	11.7	9.2
1982	59.3	54.0	24.3	23.3	46.0	14.0	9.3
1983	51.8	65.0	29.9	22.3	34.9	11.1	10.7
1984	60.4	69.2	15.1	42.3	30.8	8.4	9.8
1985	58.1	73.8	27.7	35.3	26.1	12.5	1.3
1986	87.2	80.3	25.1	41.4	19.7	6.9	9.2
1987	140.2	82.4	26.8	42.5	17.6	6.3	10.4
1988	164.7	81.1	35.0	35.6	18.9	6.1	10.5
1989	192.7	84.5	39.8	35.8	15.3	3.9	8.6
1990	208.6	82.0	46.4	23.2	17.7	4.6	10.6
1991	158.7	71.1	49.0	14.4	27.3	10.0	13.9
1992	166.4	64.4	43.5	11.6	32.8	10.9	17.9
1993	225.5	60.7	32.5	22.5	36.1	7.9	23.8
1994	260.8	55.9	29.6	17.3	41.7	13.1	25.2
1995	335.7	60.9	34.1	17.5	34.5	9.0	23.2
1996	388.5	57.1	28.6	21.7	39.1	13.1	23.1
1997	488.3	55.0	25.9	21.2	40.7	15.9	20.7
1998	690.9	68.4	36.2	25.2	28.1	11.9	13.3
1999	1086.8	76.2	44.1	26.1	21.3	9.9	10.0
2000	1388.0	79.8	48.4	22.6	18.2	7.0	10.3
2001	817.6	69.9	43.7	19.5	26.9	10.8	12.5
2002	678.8	72.2	55.1	9.3	23.2	7.6	12.7
2003	559.6	65.5	52.7	5.3	30.7	8.9	17.3

**Kaynak:** UNCTAD, World Investment Report (Değişik Yıllar).

**Not:** 1. Gelişmiş: Gelişmiş Ülkeler, AGelişmiş: Gelişmekte Olan Ülkeler, LAmerika: Latin Amerika, GDAasya: Çin ve Hindistanı İçeren Güney, Doğu ve Güneydoğu Asya.

2. Gelişmiş Ülkeler + Gelişmekte Olan Ülkeler + Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri Payları = 100 olmalıdır. Burada Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri Payları verilmemiştir.



Tablo 1’den izlenebildiği gibi, DYY girişlerinde gelişmekte olan ülkelerin payı özellikle 1991’den itibaren önemli ölçüde yükselmiştir. Ancak, bu ülkelerdeki çalkantılar nedeniyle, bu payda da önemli dalgalanmalar vardır. Gelişmekte olan bölgeler arasında, Çin ve Hindistan’ı da içeren Güney ve Doğu Asya, DYY girişi içindeki payını giderek ve düzenli olarak arttırmıştır. Latin Amerika için ise tersine bir gelişme vardır.

Tablo 2’de görüldüğü gibi, gelişmekte olan ülkeler arasında en büyük payı Çin alıyor; 1994-2003 döneminde Çin, toplam küresel DYY girişinin yılda ortalama %8’ini almıştır. Değer olarak ifade edersek, aynı dönemde Çin’e yılda ortalama 43.8 milyar dolar DYY girişi olmuştur; bu ülkeye 2003 yılındaki DYY girişi 53.5 milyar dolardır.

Brezilya ve Meksika DYY girişlerinden önemli paylar alırken, Arjantin’de yaşanan bunalımlar bu ülkeye giren DYY’yi çok azaltmıştır. AB’ye yeni üye olan Çek Cumhuriyeti ve Macaristan’da üyelik süreci belli olduğunda DYY girişinde önemli bir artış olmuştur, ancak girişler daha sonra azalmıştır. Yunanistan’ın aldığı DYY, AB üyeliği sonrasında hızla düşmüştür. Tablo 2’ye bakarak bir kez daha belirtelim; geniş pazarına ve büyük nüfusuna karşılık, Türkiye’nin küresel DYY girişlerinden aldığı pay oldukça düşüktür.

**Tablo 2 Bazı Ünelere Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi, % Pay, 2003 Sıralaması**

YIL	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Çin	0.10	3.37	1.67	11.18	2.93	5.73	7.77	9.56
Meksika	3.80	3.41	1.26	2.88	1.19	3.28	2.17	1.93
Brezilya	3.47	2.44	0.47	1.31	2.36	2.75	2.44	1.81
Hindistan	0.14	0.18	0.11	0.64	0.17	0.42	0.51	0.76
Polonya	0.02	0.03	0.04	1.09	0.67	0.70	0.61	0.76
Kore	0.03	0.38	0.36	0.37	0.62	0.45	0.43	0.67
Şili	0.52	0.28	0.32	0.88	0.35	0.51	0.28	0.53
Çek Cum.	0.00	0.00	0.03	0.76	0.36	0.69	1.25	0.46
Malezya	1.70	1.20	1.25	1.73	0.27	0.07	0.47	0.44
Macaristan	0.00	0.00	0.15	1.52	0.20	0.48	0.42	0.44
Romanya	0.00	0.00	0.00	0.12	0.07	0.14	0.17	0.28
TÜRKİYE	0.03	0.17	0.33	0.26	0.07	0.40	0.15	0.10
Yunanistan	1.22	0.77	0.48	0.31	0.08	0.19	0.01	0.10
Arjantin	1.23	1.58	0.88	1.67	0.75	0.26	0.12	0.09

*Kaynak:* UNCTAD, World Investment Report (Değişik Yıllar).

*Not:* Türkiye’nin 2003 DYY’si için UNCTAD ve TCMB verileri farklıdır. Burada UNCTAD verisi kullanılmıştır.

**3. Sınırötesi birleşmeler ve satınalmalar, DYY içinde yer almakla birlikte, sabit sermaye stokunu arttırmaz. Ancak bunların DYY içindeki payı giderek artıyor. Bu artış, bazı ülkelerde ve bu arada Türkiye’de daha önemli hale geliyor.** Daha önce belirttiğimiz gibi, varolan şirketlerin sınırötesi şirketler ile birleşmeleri ve onlar tarafından satın alınmaları, giderek özellikle gelişmekte olan ülkelerde DYY’nin önemli bir bölümünü oluşturuyor. Burada tanımlara ve ölçüme ilişkin bir hatırlatma yapalım. Birincisi, sermaye piyasalarından yapılan borçlanma ile finanse edilen sınırötesi birleşme ve satınalmalar (SBS), DYY sayılmıyor. İkincisi, bir yıldaki birleşme ve satınalma değeri, taksitlendirme ile uzun bir döneme yayılabilir. Bu iki nedenle, bir yılın SBS değeri o yılın DYY değerini aşabilir ve SBS/DYY oranını SBS’nin DYY içindeki payı olarak görmemek gerekir.

**Tablo 3 Sınırötesi Birleşme ve Satınalmalar / DYY, %**

	1989	1995	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Dünya	72.8	55.6	76.9	70.5	82.4	72.6	54.5	53.1
Gelişmiş	83.1	80.2	93.8	82.0	95.3	86.8	62.8	65.6
AB	61.7	65.6	75.2	74.5	87.4	59.6	51.9	41.3
Yunanist	0.0	4.7	24.9	33.4	22.5	118.8	128.1	142.6
İrlanda	381.1	40.7	8.5	26.0	20.3	63.7	21.4	0.7
İspanya	18.9	20.0	48.3	37.1	59.3	31.1	24.8	19.9
ABD	99.7	90.6	120.1	88.9	103.3	115.9	116.5	234.0
AGelişmiş	17.2	14.2	42.6	31.9	28.0	39.1	28.3	24.5
LAmerika	25.8	28.5	77.5	39.1	46.4	40.7	43.7	24.3
Arjantin	2.6	33.3	142.6	80.9	50.6	250.7	153.6	516.2
Brezilya	0.2	40.0	101.8	32.7	70.2	31.2	35.5	52.0
Şili	26.8	24.2	34.5	95.4	60.3	67.4	200.4	3.2
Asya	12.1	8.7	15.8	25.6	15.2	30.8	18.4	22.0
TÜRKİYE	8.7	21.2	7.6	8.7	18.5	31.2	41.2	49.0
Çin	0.0	1.1	1.8	5.9	5.5	5.0	3.9	7.1
Hindistan	0.0	12.8	13.7	48.2	52.6	30.5	49.2	22.2
Kore	9.2	15.4	78.8	106.6	75.2	99.0	182.7	100.1
Malezya	42.0	1.7	40.4	29.9	11.6	261.5	15.1	3.4
ODAvrupa	5.8	39.4	21.1	39.1	62.3	45.5	55.9	68.9
Çek Cum	0.0	90.9	9.3	38.1	38.6	34.9	61.3	68.0
Macarist	12.6	41.3	16.0	16.2	40.4	34.8	44.9	44.9
Polonya	33.6	26.9	28.1	51.0	99.7	61.1	75.8	19.0
Romanya	0.0	54.7	63.2	42.9	51.7	5.7	10.9	31.5

*Kaynak:* UNCTAD, World Investment Report (Değişik Yıllar)’dan hesaplanmıştır.

*Not:* 1. LAmerika: Latin Amerika, ODAvrupa: Orta ve Doğu Avrupa. 2. Bu tabloda bir şirketin çoğunluk hissesini ele geçirmeye imkan veren birleşme ve satınalmalar dikkate alınmaktadır.

Ancak yine de SBS/DYY oranı, DYY içinde SBS payının bir göstergesidir. Tablo 3'te bölgeler ve ülkeler itibarıyla SBS/DYY oranı yer almaktadır. Özellikle AB ülkelerindeki düşüş nedeniyle, gelişmiş ülkelerde SBS/DYY oranı azalmaktadır. Buna karşılık, ABD ve Yunanistan'da bu oran hem çok yüksektir, hem de giderek yükselmektedir. Önemli bir nokta şudur; Arjantin, Kore ve Türkiye ve Tablo 3'te yer almayan Filipinler ve Tayland verilerinden anlaşıldığı gibi, bunalım yaşayan gelişmekte olan ülkelere SBS/DYY oranı bunalımdan sonra yükselmektedir. Diğer bir ifade ile, bunalım yaşayan ülkelerde mali zorluk yaşayan şirketlerin çoğunluk hisseleri çokuluslu şirketler tarafından düşük fiyatlarla satın alınmaktadır.

Çin, Hindistan ve, yaşadığı bunalıma karşılık, Malezya gibi ülkelere ise SBS oldukça düşüktür ve bu ülkelere giren DYY'nin büyük bölümü sabit sermaye stokunu arttırıcı niteliktedir. Dolayısıyla, bu ikinci grup ülkelere giren DYY'nin büyüme arttırıcı etkisinin çok daha fazla olduğunu söyleyebiliriz.

**Tablo 4 Doğrudan Yabancı Yatırımların Akım ve Stok Olarak Sektörel Dağılımı, Milyar Dolar**

DYY Girişi-Akım, Milyar Dolar						
	1989-1991			2001-2002		
	Gelişmiş	AGelişmiş	Toplam	Gelişmiş	AGelişmiş	Toplam
Toplam			186.7			748.2
Tarım+Maden	8.8	3.7	12.5	46.2	19.3	66.4
İmalat Sanayi	51.0	17.0	68.1	90.2	76.6	173.7
Hizmetler	83.2	11.2	94.4	371.2	97.1	488.2
Finansal	34.2	2.3	36.5	81.4	22.2	108.7
Ulaş-Haber	1.2	1.3	2.5	51.5	15.4	74.6
Ticari	16.6	2.5	19.0	42.4	14.3	60.3
DYY Girişi-Stok, Milyar Dolar						
	1990			2002		
	Gelişmiş	AGelişmiş	Toplam	Gelişmiş	AGelişmiş	Toplam
Toplam			1950.3			7371.5
Tarım+Maden	159.4	23.1	182.5	297.2	144.8	448.9
İmalat Sanayi	651.0	155.9	806.9	1601.9	750.2	2442.6
Hizmetler	784.8	163.3	948.1	3130.0	1098.5	4363.4
Finansal	289.5	92.9	382.5	963.5	246.3	1249.0
Ulaş-Haber	16.7	12.3	29.0	338.2	105.7	476.1
Ticari	209.2	24.2	233.3	617.1	148.3	793.7

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report (2004).

Not: 1. Sektörü belirlenemeyen ve gayrimenkule yönelik sermaye girişleri nedeniyle, Tarım+Maden+İmalat+Hizmetler toplamı, Toplam DYY'den farklı olabilir. 2. Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ayrıca ele alındığından, Gelişmiş+AGelişmiş toplamı Toplam DYY'den farklı olabilir. 3. DYY Stoku, genellikle belli bir tarihten başlayarak yıllar itibarıyla DYY girişlerinin toplamı olarak belirlenmektedir.

**4. DYY girişleri giderek artan ölçüde hizmetler sektörüne yönelmektedir. Bu gelişme, Türkiye’de de hızlanmıştır.** Tablo 4’te izlenebildiği gibi, DYY girişleri gelişmiş ülkelerde ve daha belirgin olarak gelişmekte olan ülkelerde daha çok hizmetler sektörüne olmaktadır. Bu durum, DYY’nin hem akımı hem stoku için geçerlidir. Hizmetler sektörü içinde en fazla DYY girişi olan alanlar ise finansal hizmet, ulaştırma-haberleşme ve perakende ve toptan ticarettir.

Gelişmekte olan ülkelerin imalat sanayiine gelen DYY artışı sürmekle birlikte, hizmetler sektörüne gelen DYY artışına göre çok daha düşüktür. Gelişmiş ülkelerin imalat sanayiine giren DYY artışı ise çok daha sınırlıdır, hatta son yıllarda azalmaktadır. Yabancı sermaye girişlerinin ağırlıklı olarak hizmet sektörüne yönelmesi, Tablo 5’ten belli olduğu gibi, birleşme ve satınalmalarda çok daha belirgindir.

**Tablo 5 Sınırötesi Birleşmeler ve Satınalmaların Sektörel Dağılımı, Milyar Dolar**

	1988-1992	1999-2003
Toplam	113.3	634.2
Tarım+Maden	3.2	13.7
İmalat Sanayi	63.6	208.8
Hizmetler	46.5	411.6

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report (2004: 420).

DYY’de hizmet sektörünün giderek ağırlık kazanması Türkiye’de de gözlenmektedir. Türkiye’de DYY’nin özellikle 2004 ve 2005’te daha çok da SBS yoluyla finansal hizmetler, ulaştırma-haberleşme ve perakende ve toptan ticaret alanlarına giriş yaptığını ve bu eğilimin süreceğini söyleyebiliriz.

Bu konuda genel olarak finansal hizmetler, özel olarak bankacılık önemli bir örnek oluşturmaktadır. Tablo 6’da bazı ülkelerde yabancı banka varlıklarının banka toplam varlıkları içindeki % payı verilmiştir. Bu tablodan bellidir ki, Latin Amerika ve Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine göre, Türkiye’nin bankacılık kesiminde yabancı bankaların payı çok düşüktür. Bu tablo karşısında Türkiye’de yabancı banka payının artması beklenmelidir. 2005 yılı başlarındaki gelişmeler bu beklentiyi doğrulamaktadır.

Burada iki noktayı vurgulamak gerekir. (a) Bankacılık, diğer finansal aracılık hizmetleri, ulaştırma-haberleşme, perakende ve toptan ticaret ve inşaat başta olmak üzere, hizmetler sektörü içinde yer alan faaliyetler genellikle,

imalat sanayiine göre, dış ticarete daha kapalıdır. Bu nedenle, giderek hizmetler sektörüne yönelen DYY'nin daha fazla döviz girdisi sağlayacağını, daha fazla ihracat yapacağını, dış ticaret açığını ve cari açığı dinamik anlamda ve doğrudan kapatacağını söylemek doğru değildir. Böyle bir beklenti yaratılması yanıltıcı olabilir.

(b) Hizmetler sektörüne giren yabancı sermayenin çıkışı, imalat sanayiine giren sermayeye göre, daha hızlı olabilir. Diğer bir ifade ile, hizmet sektörü DYY'si imalat sanayii DYY'sine göre; (i) daha kısa vadeli, (ii) geri dönüşmesi, vazgeçilmesi (reversibility) görece daha kolaydır ve dolayısıyla batık maliyeti daha düşüktür.

**Tablo 6 Yabancı Bankaların Bankacılık Kesimi İçinde % Payı, 2001 Sıralaması**

Çin	2.0	Yunanistan	10.8	Şili	46.8
TÜRKİYE	3.5	Malezya	19.0	Romanya	47.3
İtalya	5.7	Kore	29.5	Polonya	68.7
Tayland	6.8	Brezilya	29.8	Meksika	82.7
Hindistan	7.3	Arjantin	31.8	Macaristan	88.8
İspanya	8.5			Çek Cum.	90.0

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report (2004: 321).

Not: Oranlar, yabancı banka varlıklarının toplam bankacılık kesimi varlıkları içindeki payını göstermektedir.

#### 4. Doğrudan Yabancı Yatırım Girişini Etkileyen Unsurlar ve Türkiye Bulguları

UNCTAD, ülkelere DYY girişiyle ilgili olarak iki endeks hesaplayıp ülkelerin sıralamasını yapıyor. Bunlardan birisi DYY Girişi Performans Endeksidir (Inward FDI Performance Index) ve bir ülkenin küresel DYY girişinden aldığı pay / küresel GSYH'dan aldığı pay oranıdır. Bu endeks değeri ne kadar yüksekse, ülke DYY çekmekte o kadar başarılıdır. Türkiye'nin DYY çekmekte başarısız kaldığını daha önce açıkladık. UNCTAD'ın Performans Endeksi bu sonucu doğruluyor; 2001-2003 dönemini kapsayan en son Performans Endeksine göre, Türkiye 140 ülke arasında 110'uncu sıradadır. UNCTAD-WIR (2004: 281-284).

UNCTAD'ın hazırladığı diğer bir endeks, DYY Girişi Potansiyel Endeksidir (Inward FDI Potential Index) ve bir ülkenin küresel DYY için çekicilik derecesini ifade etmektedir. Bu endeks şu 12 değişkenin ağırlıksız ortalamasından oluşmaktadır: (i) Kişi başına GSYH, (ii) Beklenen büyümeyi yansıtan

geçmiş 10 yılın ortalama büyümesi, (iii) Dışa açıklık derecesini yansıtan ihracat / GSYH, (iv) 1000 kişi başına sabit telefon ve cep telefonu sayısı, (v) Kişi başına konut-dışı enerji tüketimi, (vi) ARGE harcaması/GSYH, (vii) Yükseköğrenim öğrencileri/nüfus, (viii) Ülke riski, (ix) Doğal kaynak ihracatı/küresel doğal kaynak ticareti, (x) Otomobil ve elektronik ürünler parçaları ithalatı/bu parçaların küresel ticareti, (xi) Hizmetler sektörü ihracatı/küresel hizmet sektörü ticareti, (xii) DYY girişi stoku/toplam küresel DYY giriş stoku.

Belirtilen endeksin değeri 0 ile 1 arasındadır. Bu endekse göre Türkiye, 140 ülke arasında 1988-90 döneminde 64'üncü sırada iken, 1999-2001 döneminde 89'unculuğa inmiştir ve hesaplama yapılan en son dönem olan 2001-2002 döneminde 72'inci sıradadır. UNCTAD (2004: 289-290). UNCTAD'ın bu endeksi ile bakıldığında, Türkiye'nin DYY çekebilme potansiyeli diğer ülkelere göre oldukça düşüktür ve çok iyimser beklentilere yer yoktur.

Dünya Bankası yerli veya yabancı tüm yatırımların ve birlikte gelen büyümenin-kalkınmanın iyi bir yatırım ortamı (investment climate) ile sağlandığını vurguluyor. 2005 Dünya Kalkınma Raporunu bu konuya ayıran banka, yatırım ortamını olumsuz etkileyen unsurları araştırmak üzere 2001'den bu yana 53 gelişmekte olan ülkede binlerce şirkete yönelik anketler yapıyor. Bu anketlerden elde edilen bulgulara göre, yatırım ortamını olumsuz etkileyen başlıca unsurlar, en önemliden başlayarak, şunlardır:

(i) Politika belirsizliği. İlan edilen politikaların uygulama belirsizliği yanında, yasaların da uygulama belirsizliği vardır. Bu belirsizlik, yatırımların geri dönülmezliğini (irreversibility) dikkate alınca yatırımı faizden bile daha fazla ürküten bir unsur olabilir. Dünya Bankasına göre, politikaların daha öngörülebilir olması ile yatırım olasılığı %30'dan fazla artmaktadır. World Bank (2004, 48).

(ii) Makro düzeyde istikrarsızlık. Bu bağlamda ekonomik ve politik istikrarsızlık yatırım riskini yükseltir. (iii) Yüksek ve belirsiz vergi oranları. (iv) Yolsuzluk ve rüşvet. (v) Finansman olanaklarının sınırlı, maliyetinin yüksek olması. (vi) Yasa dışı olayların ve suç oranının yüksekliği. (vii) Kötü yönetilen, kaçaklara meydan veren ve adaletsiz vergi sistemi. (viii) Eğitimli işgücü eksikliği. (ix) Güvenilir olmayan mahkemeler ve yasal sistem. (x) Elektrik yokluğu, kısıntıları ve yetersizliği. (xi) İşgücü piyasasının kurullarla katılaştırılması. (xii) Ulaşım zorlukları. (xiii) Toprak ve yer sınırlamaları. (xiv) Haberleşme zorluğu ve telekomünikasyon sektörünün geriliği. Hallward-Driemeier ve Stewart (2004); World Bank (2004: Bölüm 2).

Eğer bu listedeki unsurlar derece olarak ve sayıca azaltılırsa veya ortadan kaldırılırsa, yerli ve yabancı yatırımların artması beklenmelidir. Dünya Bankasının Türkiye'de 2002 yılında yaptırdığı ve 514 firmayı kapsayan anketin

sonucuna göre, yatırımı kısıtlayan en önemli unsur, diğer ülkelerde olduğu gibi, politika belirsizliğidir; firmaların %53.8'i bunu önemli bir kısıt olarak görmektedir. İkinci sıradaki kısıt, tabii vergi verenler için, %38.1 ile vergi oranlarının yüksekliği ve üçüncü sırada %33.1 ile kötü vergi idaresi var. Yolsuzluk dördüncü, finansman zorlukları beşinci ve suç ile yasa dışı olaylar altıncı sıradalar.<sup>3</sup> World Bank (2004: 246-248)..

Singh ve Jun (1995), gelişmekte olan ülkelere 1970-1993 döneminde giren DYY verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada şu sonuçlara ulaşıyorlar: (i) Sosyo-politik belirsizliklerin ve istikrarsızlıkların DYY üzerinde önemli olumsuz etkisi vardır. (ii) Özellikle sanayi malları ihracatının DYY üzerinde önemli olumlu etkisi vardır. (iii) Sanayi malları ihracatı ayrıca DYY'nin Granger nedenidir.

Yatırım teşviklerinin ve yatırım (teşvik) kurullarının DYY üzerindeki etkisini araştırmayı amaçlayan Morisset (2002), 58 ülke için tahmin ettiği ekonometrik denklemde, DYY'yi en çok yatırım ortamı değişkenin etkilediği sonucuna varıyor. Bu çalışmada, yatırım ortamı değişkeni, 50 farklı değişkenden oluşturulan Heritage Foundation Index ile temsil ediliyor. Aynı çalışmada yatırım ortamını temsil etmek üzere başka alfaşik endeksler de kullanılıyor.

Calderón, Loayza ve Servén (2004) çalışmasında DYY iki bölüme ayrılıyor; SBS (sınırlama birleşme ve satınalmalar) ve “SBS dışı DYY” = “Yeşilalan DYY” = YADYY. Bunların özellikleri çalışmada ayrı ayrı inceleniyor ve özellikle gelişmiş ülkelerde, zaman serisi olarak, önce SBS ardından YADYY geliyor. Ancak gelişmekte olan ülkelere önce YADYY geliyor, sonra SBS onu izliyor. Çalışmanın bir başka sonucuna göre, YADYY ve SBS büyümeye neden olmuyor, tersine büyüme YADYY ve SBS girişlerine neden oluyor.

Yukarıda kısaca ele aldığımız çalışmalarda DYY girişini açıklamaya aday birçok değişken var. Bu aşamada amacımız bu değişkenlerden değerleri bulunabilen bazıları kullanarak Türkiye'ye giren DYY'yi açıklamaya çalışmaktır. Hemen belirtelim ki, bazı çalışmalarda yapıldığı gibi, Türkiye'ye giren DYY'yi açıklamak için yatırım ortamı endeksleri kullanılabilir. Ancak bunlar yıllık endekslerdir ve çoğunlukla 1990'ların ortalarından başlıyorlar ve dolayısıyla veri sayıları ekonometrik uygulamalar için yeterli değildir.

Burada; SDYY = Yıllık Cari DYY Girişi/Yıllık Cari GSYH oranını etkilediği düşünülen, bu oranın değişmesine neden olabilecek değişkenleri, yukarıda ele aldığımız çalışmalardan da hareketle, şöyle belirledik;

<sup>3</sup> Anketlerde bir firma genellikle birden fazla kısıt belirttiği için, farklı cevaplar için firma oranlarının toplamı %100'den fazladır

1. Yerli Yatırım Oranı =  $SINV = \text{Yıllık Cari Yerli Yatırım} / \text{Yıllık Cari GSYH}$ . Burada her üç ay için yıllık olarak verilmiştir. Birçok çalışmada vurgulandığı gibi, eğer yatırım ortamı olumluysa veya giderek iyileşiyorsa, bu durum yerli olsun yabancı olsun tüm yatırımları arttıracaktır. Ayrıca, yerli yatırımın arttığı bir ekonomide beklenen büyüme de yüksektir. Doğal olarak, yerli yatırımın  $DYY$  üzerinde olumlu bir etkisinin olması beklenir.
2. İhracat Oranı =  $SEXP = \text{Yıllık Cari İhracat} / \text{Yıllık Cari GSYH}$ . Burada  $SEXP$  de yıllıktır. Giderek artan ihracat, hem daha fazla dışa açıklığın ve hem de uluslararası düzeyde rekabet gücünün yükselmesi demektir. Bu değişkenin de  $DYY$ 'ye olumlu katkı yapması beklenir.
3. Reel Faiz =  $RINT = [(1+r)/(1+p)]-1$ . Burada  $r$  her üç ayın yıllık bileşik hazine faizi ortalaması,  $p$  aşağıda tanımlanan her üç ayın yıllık tüketici enflasyonudur, dolayısıyla  $RINT$  de yıllıktır. Reel faizin yüksek olduğu ekonomide risk primi de yüksek demektir ve birçok konuda önemli makroekonomik belirsizlik var demektir. Ayrıca yüksek reel faiz borçlanabilme konusunda da kısıtların ve sorunların olduğunu gösterir. Dolayısıyla yüksek reel faiz  $DYY$ 'yi olumsuz yönde etkileyecektir.
4. Enflasyon =  $CPINF = \ln CPI_t - \ln CPI_{t-4}$ .  $CPINF$  üç ay için yıllık tüketici enflasyonunu ifade ediyor. Makroekonomik dengesizliklerin ve belirsizliklerin bir diğer yansıması da yüksek enflasyondur. Enflasyonun yüksek olduğu ekonomide politika belirsizliği vardır, vergi sistemi etkin değildir ve kayıtdışı işlemler yaygındır. Yüksek enflasyon  $DYY$ 'yi olumsuz yönde etkiler.
5. Büyüme =  $GGDP = \ln GDP_t - \ln GDP_{t-4}$ . Bu değişken her üç ay için yıllık reel  $GSYH$  büyümesini vermektedir. Hızlı büyüeyebilen bir ekonominin  $DYY$  girişlerini çekmesi beklenir, dolayısıyla  $GGDP$ ,  $DYY$  üzerinde olumlu etki etmelidir.
6. Bütçe Açığı Oranı =  $SBDEF = \text{Yıllık Cari Konsolide Bütçe Dengesi} / \text{Yıllık Cari GSYH}$ . Burada bütçe dengesi her üç ay için yıllıktır. Yüksek düzeyde bütçe açığı, kötü yönetilen ve etkin olmayan bir kamu kesimi yapısı yansıtmaktadır. Bu da yatırım ortamını kötüleştiren bir değişkendir.

#### 4.1 Değişkenlerin Zaman Serisi Verileri ve Özellikleri

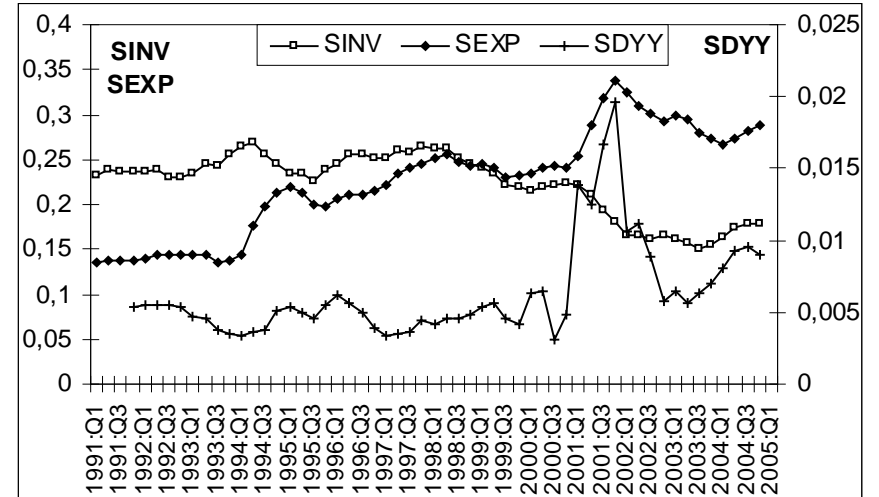
Türkiye'de bu değişkenlerden  $SDYY$  oranı için 1991'den,  $SINV$ ,  $SEXP$  ve  $SBDEF$  oranları ve  $GGDP$  için 1987'den,  $RINT$  için 1985'ten ve  $CPINF$  için 1978'den başlayan üç-aylık (çeyrek yıllık) veriler bulunabiliyor. Değişkenler



her üç ay için yıllık olarak alındığından, veri dönemi reel faiz ve enflasyon için 1992:1-2005:1, diğer değişkenler için 1992:1-2004:4 olmuştur.

DYY oranını açıklamaya girişmeden önce, yukarıda tanımlanan zaman serisi değişkenlerini şekil olarak ve birim kök yönünden kısaca incelemekte yarar var. Şekil 1’de SDYY, SINV ve SEXP değişkenlerinin zaman içindeki seyirleri, Tablo 7’de ise ADF sınaması ile tüm değişkenlerin birim kök içerip içermedikleri görülebilmektedir. Belirtelim, birim kök sınamaları SDYY, SINV ve SEXP değişkenlerinin logaritmaları için yapılmıştır, bunların logaritmaları alınabilmektedir. Diğer değişkenlerin, eksi değerleri nedeniyle, logartimaları alınmadığından onlar logaritmasız olarak incelenmiştir.

**Şekil 1 DYY Oranı SDYY (Sağ Eksen), Yerli Yatırım Oranı SINV ve İhracat Oranı SEXP (Sol Eksen)**



Kaynak: DIE ve TCMB.

Şekilden görüldüğü gibi, 2001 yılındaki sıçrama dışında DYY oranında (SDYY’de) hafif bir trend vardır. Ancak yatırım oranı SINV’de azalma yönünde, ihracat oranı SEXP’te ise yükselme yönünde daha belirgin trendler vardır. Şekilde izlenen bu hareketler, birim kök sınaması sonuçlarına da yansımaktadır. Tablo 7’nin üst bölümünde görüldüğü gibi, açıklamaya çalıştığımız DYY oranı  $\ln SDYY$ ’de ve reel faiz  $RINT$ ’de birim kök yoktur, bunlar durağandır. Diğer değişkenler ise durağan değildir. Durağan olmayan beş değişkenin  $\Delta$  ile gösterilen birinci farkları alındığında ise, Tablo 7’nin alt bölümünde görüldüğü gibi, bunlar durağan hale gelmektedirler. Öyleyse bu beş değişken  $I(1)$ ’dirler.

**Tablo 7 Birim Kök İçin ADF Sınaması Sonuçları**

<b>Değişken</b> Veri Sayısı; Veri Dönemi	ADF için t-değeri	Sınama Sonucu(*)	Sabit, Trend	İçsel Ba- ğıntı Ge- cikmesi
	(1)	(2)	(3)	(4)
LSDYY 49; 1992:4-2004:4	-3.838 p = 0.022	B. Kök Yok	Sabit ve Trend	3
LSINV 52; 1992:1-2004:4	-1.729 p = 0.724	B. Kök Var	Sabit ve Trend	3
LSEXP 52; 1992:1-2004:4	-3.350 p = 0.069	B. Kök Var	Sabit ve Trend	1
GGDP 52; 1992:1-2004:4	-2.544 p = 0.111	B. Kök Var	Sabit	4
CPINF 53; 1992:1-2005:1	-0.946 p = 0.942	B. Kök Var	Sabit ve Trend	4
RINT 53; 1992:1-2005:1	-4.208 p = 0.0015	B. Kök Yok	Sabit	0
SBDEF 52; 1992:1-2004:4	-1.725 p = 0.413	B. Kök Var	Sabit	0
$\Delta$ LSINV 52; 1992:1-2004:4	-4.635 p = 0.000	B. Kök Yok	Yok	2
$\Delta$ LSEXP 52; 1992:1-2004:4	-4.116 p = 0.0001	B. Kök Yok	Yok	1
$\Delta$ GGDP 52; 1992:1-2004:4	-7.404 p = 0.000	B. Kök Yok	Yok	3
$\Delta$ CPINF 52; 1992:1-2004:4	-5.704 p = 0.000	B. Kök Yok	Yok	3
$\Delta$ SBDEF 52; 1992:1-2004:4	-6.462 p = 0.000	B. Kök Yok	Yok	0

(\*) ADF sınaması sonucunda p-değeri 0.05'ten yüksek bulunmuşsa birim kök var, aksi durumda birim kök yok kararı verilmiştir. Sonuçlar MacKinnon tablosundan Eviews4 programı ile elde edilmiştir.

Not: Değişkenlerin büyük bölümü için veriler daha önceki dönemlere gitse de, tüm değişkenler için başlangıç dönemi olarak DYY oranının başlangıç dönemi olan 1992:1 alınmıştır.

## 4.2 Granger Nedenselliği Sınamaları ve DYY'yi Etkileyen Unsurlar

Tablo 7'den LSDYY'nin I(0), RINT dışında diğer değişkenlerin I(1) olduğunu gördükten sonra, şöyle bir yol izledik. I(0) ve I(1) değişkenler arasında eş-bütünleşme olmadığını, LSDYY ve I(1) değişkenlerin birinci farkları arasında iki değişkenli (bivariate) Granger nedensellik sınamaları yaptık. Yapılan nedensellik sınamaları Tablo 8'de görülmektedir. Bu sınamalarda optimum gecikme sayısını Granger nedenselliğini araştırmak için yapılan sınırlanmamış (unrestricted) VAR denklemi tahminlerinde Akaike ve Schwarz kriterlerine göre belirledik. Örneğin, LSDYY ve  $\Delta$ LSINV için kullanılan sınırlanmamış VAR denklemi aşağıdakilerden ilkidir.

$$\text{LSDYY}_t = \mu + \sum \alpha_i \text{LSDYY}_{t-i} + \sum \beta_i \Delta \text{LSINV}_{t-i} + u_t, \quad i = 1, 2, \dots, p.$$

$$\Delta \text{LSINV}_t = \mu + \sum \gamma_i \text{LSDYY}_{t-i} + \sum \theta_i \Delta \text{LSINV}_{t-i} + v_t, \quad i = 1, 2, \dots, p.$$

Aynı VAR denklemi tahmininden,  $\Delta$ LSINV değişkeninin gecikme katsayıları toplamı  $\sum \beta_i$  değerini de aldık. Bunun nedeni şudur. Örneğin, Tablo 8'deki dördüncü sınamada "H<sub>0</sub>:  $\Delta$ GGDP, LSDYY Nedeni Değildir" hipotezi için p-değeri (hipotezi kabul etme olasılığı) %14.4 ile ilk üçüne göre oldukça düşüktür. Halbuki katsayıların toplamı hem beklenin tersine eksidir, hem de sıfıra yaklaşmaktadır. Burada hipotezi reddetmiş olsaydık bile gecikme katsayıları toplamı anlamlı değildir.

Tablo 8 Granger Nedensellik Sınaması Sonuçları

Hipotez (Veri Sayısı ve Gecikme Sayısı)	F-değeri p-değeri	Katsayı Toplamı	Sınama Sonucu
	(1)	(2)	(3)
H <sub>0</sub> : $\Delta$ LSINV, LSDYY Nedeni Değildir. (50 ve 3)	0.625 p = 0.603	0.234	Kabul
H <sub>0</sub> : $\Delta$ LSEXP, LSDYY Nedeni Değildir. (49 ve 4)	1.136 p = 0.353	0.190	Kabul
H <sub>0</sub> : $\Delta$ CPINF, LSDYY Nedeni Değildir. (49 ve 4)	1.157 p = 0.344	-1.132	Kabul
H <sub>0</sub> : $\Delta$ GGDP, LSDYY Nedeni Değildir. (49 ve 4)	1.820 p = 0.144	-0.021	Kabul
H <sub>0</sub> : $\Delta$ SBDEF, LSDYY Nedeni Değildir. (49 ve 4)	3.118 p = 0.025	7.171	Ret
H <sub>0</sub> : RINT, LSDYY Nedeni Değildir. (49 ve 4)	4.384 p = 0.005	-0.752	Ret

Tablo 8'deki en alt iki satırdan anlaşılacağı gibi, iki değişkenli sınımalarda DYY oranına neden olan iki değişken bütçe açığı ve reel faizdir. Bütçe açığı oranı ve reel faiz azaldıkça DYY oranı artmaktadır. Gerçi veri sayısı çok yüksek değildir ama, bu sonuç anlamlı ve önemlidir.

Yatırım oranı, ihracat oranı ve enflasyon değişkenlerinin katsayı toplamları beklenen işaretle olsalar da, iki değişkenli sınımalarda DYY oranının Granger anlamında nedeni değildirler.

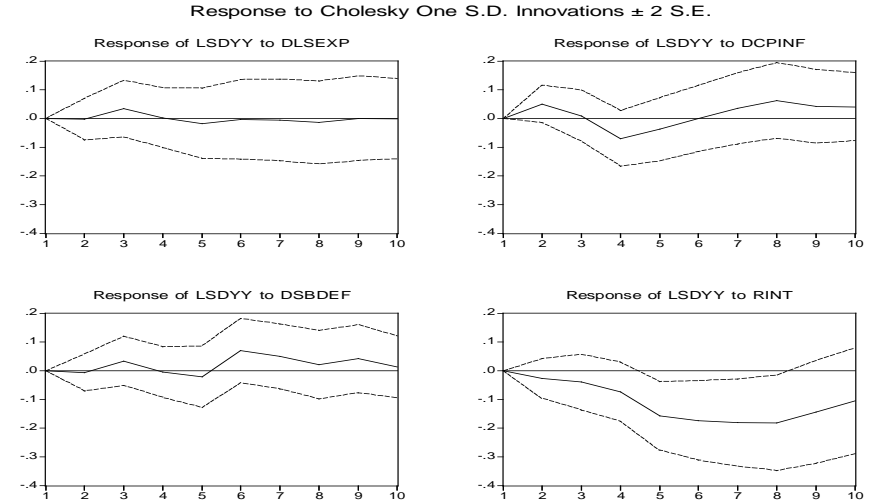
Açıklamak istediğimiz DYY oranı I(0) olduğundan, bu değişkenin diğer değişkenlerle eş-bütünleşme ilişkisini araştırmadık. Bunun yerine bir VAR sistemi tahmin etmek yoluna gittik. VAR tahmininde beklenmedik katsayı işaretleri olan ve/veya katsayıları istatistiki olarak anlamsız olan yatırım oranı LSINV ve büyüme oranı GGDP değişkenlerine yer vermedik. Eş-bütünleşme olmadığına göre açıklayıcı I(1) değişkenlerinin birinci farklarını alıp bunları durağan hale getirdik ve VAR sisteminde LSDYY ile birlikte  $\Delta$ LSEXP,  $\Delta$ CPINF,  $\Delta$ SBDEF ve zaten durağan olan RINT değişkenleri yer aldı. Tahmin ettiğimiz LSDYY denklemi, sağ taraftaki değişkenlerin katsayı tahminlerinin toplamı ile birlikte Tablo 9'da verilmiştir.

**Tablo 9 VAR Sisteminde LSDYY Denkleminin Tahmini**

Değişken ve Gecikme Sayısı $i = 1, 2, 3, 4$	Katsayı Toplamı	İstatistik
Sabit	-1.564	$\bar{R}^2 = 0.812$
$\Sigma$ LSDYY <sub>t-i</sub>	0.642	AIC=-0.054
$\Sigma$ $\Delta$ LSEXP <sub>t-i</sub>	3.002	
$\Sigma$ $\Delta$ CPINF <sub>t-i</sub>	-1.924	
$\Sigma$ $\Delta$ SBDEF <sub>t-i</sub>	-1.239	
$\Sigma$ RINT <sub>t-i</sub>	-1.003	

VAR sistemi tahmin sonuçlarını kullanarak bir etki-tepki (impulse-response) incelemesi yapılabilir. İhracat oranında, tüketici enflasyonunda ve reel faizde bir standart hata artış, bütçe açığında bir standart hata düşüş olduğunda DYY oranı nasıl bir tepki veriyor? Bu sorunun cevabı Şekil 2'de yer alıyor. Burada sol üstteki şekil, ihracat oranındaki değişmeye DYY oranının sınırlı bir olumlu tepki verdiğini, dört dönem (bir yıl) sonra bu tepkinin sona erdiğini gösteriyor. Sağ üstteki şekil'den izlenebildiği gibi, DYY oranının, enflasyon'daki artışa dalgalı bir tepkisi var; önce sınırlı bir olumlu tepki, sonra olumsuz bir tepki ve sonunda yine olumlu bir tepki.

**Şekil 2 VAR Sisteminde Etki-Tepki: İhracatta (DLSEXP), Enflasyonda (DCPINF), ve Reel Faizde (RINT) Artış, Bütçe Açığında (DSBDEF) Azalma Olduğu Durumda DYY'nin (LSDYY) Tepkisi**



Sol attaki şekilden anlaşıldığı gibi, DYY oranının konsolide bütçedeki düzelmeye verdiği tepki hem dalgalı hem de oldukça gecikmeli. Yatırım oranının reel faize gösterdiği tepki ise çok net ve belirgin; sağ alttaki şekilden bu tepkinin önemli olduğu ve görece uzun sürdüğü anlaşılıyor.

## 5. Sonuç ve Bazı Değerlendirmeler

Bu çalışmada önce DYY kavramını irdeledik. Daha sonra Türkiye'nin DYY çekebilmek için gösterdiği çabayı, yapılan yasal ve kurumsal düzenlemeler çerçevesinde ele aldık. Vardığımız sonuç şuydu; 1950'den bu yana ortaya konan onca çabaya karşılık Türkiye umduğu ve beklediği DYY girişini sağlayamamıştır. Doğu Asya ülkelerinin DYY konusunda getirdiği koşulları ve yönlendirmeleri dikkate alınca, şu soru akla geliyor. Acaba Türkiye DYY çekmek için gereğinden fazla uğraşmış ve kendi iç dinamikleriyle büyüme konusunu bir ölçüde de olsa ihmal mi etmiştir?

Çalışmada DYY'nin Türkiye'deki ve dünyadaki bazı özelliklerini ortaya koymaya çalıştık. DYY'nin önemli dalgalanmalar gösterdiğini belirttik. DYY'nin iki özelliğine daha dikkat çektik. Birincisi, DYY giderek daha büyük ölçüde hizmet sektörlerine yönelmektedir ve ikincisi bu yöneliş daha çok birleşmeler ve satınalmalar yoluyla olmaktadır. Türkiye'de 2004 sonları, 2005

başlarında özellikle finansal hizmetler ve ticaret sektörlerinde birleşmeler ve satınalmaların arttığı gözlenmektedir. Bu süreç devam eder mi ve peşinden sermaye stokunu arttırıcı “yeşilalan” yatırımları da getirir mi?

Bu soruya olumlu cevap verenler çoğunluktadır. Olumlu cevap, Türkiye'nin 2005 sonbaharında AB ile üyelik görüşmelerine başlayacağı ve peşinden DYY girişinin daha da hızlanacağı beklentisine dayanmaktadır. İçinde bulunduğumuz 2005 ilkbaharında Türkiye'nin üyelik görüşmelerinin akibetinin ne olacağı belli değildir. Ancak, üyelik görüşmelerinden bağımsız olarak DYY girişinde bir süre için artış olabileceği bellidir.

Bu artış, bir ölçüde özelleştirme ile sağlanabilir. Hükümet politikaları özelleştirmenin hızlanacağı varsayımını yapmaktadır. Ayrıca, örneğin Latin Amerika'nın, Doğu Avrupa'nın ve Asya'nın gelişmekte olan ülkeleri ile karşılaştırıldığında, Türkiye'nin bazı sektörlerinde yabancı sermaye payının düşük kaldığı görülmektedir ve bu sektörlerle de DYY girişi olması doğaldır.

İster özelleştirme yoluyla, ister bazı sektörleri hedef seçerek olsun, DYY girişi için yine de somut ekonomik nedenler olmalıdır. Türkiye'nin AB üyeliği için 2005 sonbaharında görüşmeye başlaması bu konuda yeterli bir açıklama değildir. DYY'yi çekecek olan ekonomik unsurların neler olduğunu belirlemek gerekir.

Bu çalışmada, DYY girişini etkileyen unsurlar diğer çalışmaların bulguları çerçevesinde ele alınmıştır ve bu bağlamda yatırım ortamı endeksleri ve bu endeksleri etkileyen değişkenler önemli yer tutmaktadır. Çalışmada bu bağlamda yerli sabit sermaye yatırımı, ihracat, enflasyon, reel faiz, konsolide bütçe dengesi, büyüme ele alınmıştır. Nedensellik sınamaları sonucunda DYY'yi etkileyen en önemli iki değişken reel hazine faizi ve konsolide bütçe dengesi olduğu sonucuna varılmıştır.

Tahmin edilen bir VAR sistemi yoluyla, DYY'nin en çok ve en belirgin olarak reel hazine faizine tepki verdiği ve reel faizin düşmesiyle DYY'nin önemli ölçüde arttığı görülmüştür. Daha az ve daha gecikmeli olsa da, bütçe dengesinde iyileşmenin DYY'ui olumlu etkilediği anlaşılmıştır.

Eğer Türkiye'nin makroekonomik sorunlarını ve belirsizliklerini yansıtan reel faiz ve kamu kesimi dengesi gibi değişkenlerinde bir bozulma yaşanmazsa, Türkiye'ye, AB üyelik görüşmelerinden bağımsız olarak, daha bir süre DYY girişi olacağı bellidir. Ancak bu girişin bir süre sonra yavaşlayacağı da bellidir, çünkü örneğin Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinde gözlemlendiği gibi, özelleştirme ve şirket satınalmaları-birleşmeleri bir sınıra gelip dayanacaktır.

### Kaynaklar

- CALDERÓN, C., LOAYZA, N. ve SERVÉN, L. (2004), “Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions: Feedback and Macroeconomic Effects”. World Bank Policy Research Working Paper No.3192.
- DPT (2000), *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu*. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- HALLWARD-DRIEMEIER, M. ve Stewart, D. (2004), “How Do Investment Climate Conditions Vary Across Countries, Regions and Types of Firms?”. Background paper prepared for the World Development Report 2005. World Bank.
- HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI (2003), *4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü. Bu kaynak, [www.hazine.gov.tr/mevzuat/dyyk.htm](http://www.hazine.gov.tr/mevzuat/dyyk.htm) adresinde de vardır.
- HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI (2005), *Yabancı Sermaye Raporu 2005*. Ankara: Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü. Bu kaynak, [www.hazine.gov.tr/ybsrapor2004.pdf](http://www.hazine.gov.tr/ybsrapor2004.pdf) adresinde de vardır.
- HERNANDEZ, Z. (2004), “Industrial Policy in East Asia: in Search for Lessons”, Background paper prepared for the World Development Report 2005. World Bank.
- IMF (1993), *Balance of Payments Manual, Fifth Edition*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- KARLUK, R. (2001), “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”, *Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye* içinde, Ankara: T. C. Merkez Bankası, İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü, Eğitim Müdürlüğü.
- MORISSET, J. (2003), “Does a Country Need a Promotion Agency to Attract Foreign Direct Investment?”. World Bank, Policy Research Working Paper 3028.
- OECD (1996), *Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment: Third Edition*. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development. Bu kaynak şu adreste de vardır; [www.oecd.org/dataoecd/56/1/2487495.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/56/1/2487495.pdf)

SINGH, Harinder ve Jun, K. W. (1995), “Some New Evidence on Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries”, World Bank, Policy Research Working Paper No. 1531.

UNCTAD-WIR (2004 ve Önceki Yıllar), *World Investment Report*. Geneva: UNCTAD. Bu kaynakların bir bölümüne [www.unctad.org](http://www.unctad.org) adresinden de ulaşılabilir.

WORLD BANK (2004), *World Development Report 2005: A Better Investment Climate for Everyone*. Washington, D.C.: World Bank and Oxford University Press.