

Finansal İstikrar ve Doğrudan Yabancı Yatırım İlişkisinin Gelişmekte Olan Ülkeler Perspektifinde Panel Veri ile Analizi*

Ahsen Emir BULUT¹, Nilgün ACAR BALAYLAR²

Özet

Bu çalışmada, sermaye hareketleri, finans sistemlerindeki yetersizlikler ve istikrardan uzak makroekonomik düzenleri nedeniyle, sermaye hareketlerinden daha fazla etkilenmelerinden dolayı Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) 'ler perspektifinden ele alınmıştır. Bu bağlamda çalışmada panel veri analizi kullanılarak, benzer makroekonomik göstergelere sahip GOÜ'lerdeki (Brezilya, Arjantin, Türkiye, Güney Afrika, Meksika, Hindistan ve Endonezya) Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) girişleri ile finansal istikrarsızlık göstergeleri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. 2008-2019 dönemine ait yıllık veriler kullanılmış, modelde finansal istikrarsızlık göstergeleri olarak cari açık/hasıla oranı, toplam rezerv/dış borç oranı ve takibe düşmüş krediler/ toplam krediler alınmıştır. Panel veri analizi yöntemlerinden tek yönlü sabit etkiler modeli kullanılarak regresyon tahmininde Driscoll- Kraay tahmincisi kullanılmıştır. Model sonuçlarına göre doğrudan yatırımlar ile cari açık/hasıla oranı arasında ters yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Takibe düşmüş krediler/toplam krediler oranı ve toplam rezervler/toplam dış borç değişkeni ile anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Anahtar kelimeler: Finansal İstikrar, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Panel Veri Analiz

Jel Kodu: F21, F41, C10

Financial Stability and Foreign Direct Investments Towards Developing Countries: Panel Data Analysis

Abstract

This study examines capital movements from the perspective of developing countries namely (Brazil, Argentina, Turkey, South Africa, Mexico, India and Indonesia). Those countries are more affected by capital movements due to their unstable macroeconomic orders and the inadequacies in their financial systems. In this respect, the study uses the operation panel data analysis to analyze the relationship between the FDI inputs in those developing countries with similar macroeconomic indicators and financial instability indicators. Annual data for the period of 2008-2019 was used and the current account deficit / output ratio, total reserve / external debt ratio and non-performing loans / total loans were taken as indicators of financial instability in the model. Driscoll-Kraay estimator was used in regression estimation by using one-way fixed effects model which is one of the panel data analysis methods. According to the results of the model, a reverse and significant relationship was found between direct investments and current account deficit /output ratio. Another significant and positive relationship was found between the non-performing loans / total loans ratio and the total reserves / total external debt variable.

Keywords: Financial Stability, Foreign Direct Investment, Panel Data Analysis

Jel Codes: F21, F41, C10

1. GİRİŞ

Uluslararası Para Fonu tanımına göre DYY'ler, genellikle çok uluslu şirketler (ÇUŞ) tarafından başka ülkelerde bir işletme kurulması ya da

mevcut bir işletmenin en az %10 hissesini mülkiyetine geçirmesi şeklinde gerçekleşen ve giriş yaptığı ülkeye işletmecilik, organizasyon tecrübesi, teknoloji ve know-how'ı getirerek

ATIF ÖNERİSİ (APA): Bulut, A.E., Acar Balaylar, N. (2021). Finansal İstikrar ve Doğrudan Yabancı Yatırım İlişkisinin Gelişmekte Olan Ülkeler Perspektifinde Panel Veri ile Analizi. İzmir İktisat Dergisi. 36(2). 461-477. Doi: 10.24988/ije.202136214

* Bu çalışma Ahsen Emir BULUT'un yüksek lisans tezinden ürettiği çalışmadır.

¹ Araş. Gör., Kütahya Dumlupınar Üniversitesi, Kütahya Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, Kütahya, Türkiye **EMAIL:** ahsen.bulut@dpu.edu.tr **ORCID:** 0000-0003-3475-9456

² Prof. Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Buca, İzmir, Türkiye **EMAIL:** nilgun.balaylar@deu.edu.tr **ORCID:** 0000-0002-7024-5279

ülkenin uluslararası rekabet gücüne olumlu katkı yapan yatırımlardır (IMF,2003:5).

Gittikleri ülke ekonomisine önemli boyutta katkı yapması nedeniyle GOÜ ülke politikacıları daha fazla DYY çekmeye yönelik politikalar üretmektedirler. GOÜ'lerde yaşanan kriz deneyimleri, finansal istikrar ve istikrarsızlık kavramlarının iktisat yazınında önemli hale gelmesine yol açmış ve istikrarsızlık göstergelerinin, yabancı sermaye yatırımlarını ne yönde etkilediği önem kazanmıştır. Özellikle 2008 Krizi sonrasında sermaye hareketlerinin istikrarsız bir seyir izlemesi ve özellikle dış kaynak bağımlısı olan GOÜ'leri daha da kırılgan hale getirmiştir. Bu çalışmada öncelikle dünyada DYY'nin tarihsel seyri ele alınacaktır. İzleyen bölümde finansal istikrarsızlık ve DYY ilişkisi üzerinden özellikle yabancı yatırımlara bağımlı, ancak bir o kadar da istikrarsız makroekonomik yapıya sahip benzer ülkeler olan GOÜ'ler (Brezilya, Arjantin, Türkiye, Güney Afrika, Meksika, Hindistan ve Endonezya) bağlamında DYY ve finansal istikrar ilişkisi ampirik olarak analiz edilecektir.

2. DÜNYADA DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİNİN SEYRİ

İkinci Dünya Savaşı'na kadar daha çok portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen uluslararası yatırımlar, savaş sonrasında Avrupa'nın yeniden inşası ve bayındırlık yatırımlarına ihtiyaç duyulması nedeniyle ağırlıklı olarak doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmiştir. Bu değişimin diğer bir nedeni de savaş sonrası ÇUŞ'ların dünya ekonomisindeki faaliyetlerinin artmış olmasıdır. Özellikle Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun (AET) kurulması, ABD merkezli ÇUŞ'ların Avrupa'ya yönelik doğrudan yatırımlarında bir artışa neden olmuştur. Ulaşım ve haberleşme alanlarındaki gelişmeler de 1970'li yıllardan sonra doğrudan yatırımlarda büyük bir sıçramaya neden olmuştur. Savaş sonrası oluşan şartlar

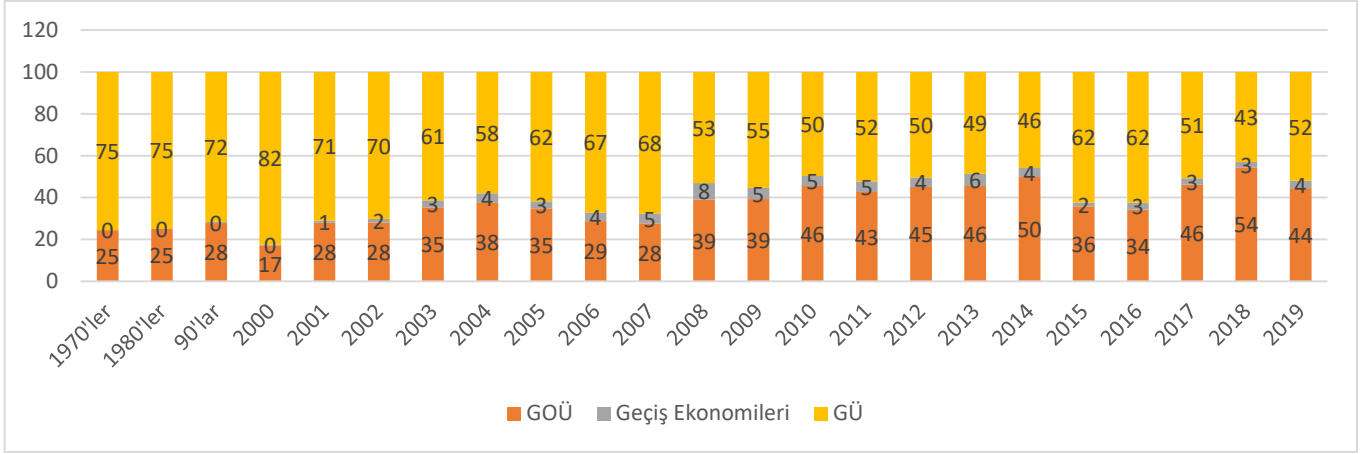
ekonomik ve siyasi anlamda ABD'yi Batı'nın lideri konumuna taşımıştır. Bu dönemde Avrupa'ya ABD tarafından krediler ve transferler gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki uluslararası yatırımlar büyük ölçüde dünya savaşının yarattığı tahribatı gidermek amacıyla hükümetler arası resmi sermaye yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Bu yatırımların en önemlilerinden biri 1948 yılında hayata geçirilen Marshall Yardımları'dır. Bu yardımlar hibeler, uzun vadeli ve düşük faizli krediler, ihracat amaçlı makine ve teçhizat gibi yatırımlardan oluşmaktadır.

İkinci Dünya Savaşı sonrası uygulanmaya başlayan Keynesyen politikalarla yaratılan büyümenin altın çağı olarak adlandırılan refah dönemi, 1970'li yıllardaki petrol şoklarıyla sona ermiştir. Gerek gelişmiş ülkelerde kâr oranlarının düşmesi gerekse GOÜ'lerin dış borç sorunlarını aşamamaları yeni bir ekonomik yapılanmayı gerekli kılmıştır. Neoliberal yapılanma sürecinde iç finansal serbestleşmenin yanı sıra uluslararası sermaye hareketlerinin üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bilişim teknolojisinin ve yeni finansal tekniklerin gelişimi ile küresel boyutta uluslararası sermaye akımları oldukça büyük boyutlara ulaşmıştır (Kazgan,2000: 173).

Şekil 1, 1970'li yıllardan itibaren yabancı sermaye akımlarının hangi ülke gruplarını daha çok tercih ettiğini göstermektedir. 1970-2000 yılları arasında DYY'lerin tartışmasız tercihi GÜ'ler olmuştur. 2000'li yıllarda GOÜ'lerin payı artmaya başlamıştır. Özellikle 2008 Küresel Krizi sonrasında GOÜ'lerin payındaki artış hızlanmıştır. Bununla birlikte yaklaşık elli yıllık süreç değerlendirildiğinde sadece 2014 ve 2018 yıllarında genel eğilimin aksine GOÜ'lerin payı GÜ'lerin payının üstüne çıkmıştır¹. Özetle tarihsel süreç açısından değerlendirildiğinde DYY'ler daha çok GÜ'leri tercih etmektedirler.

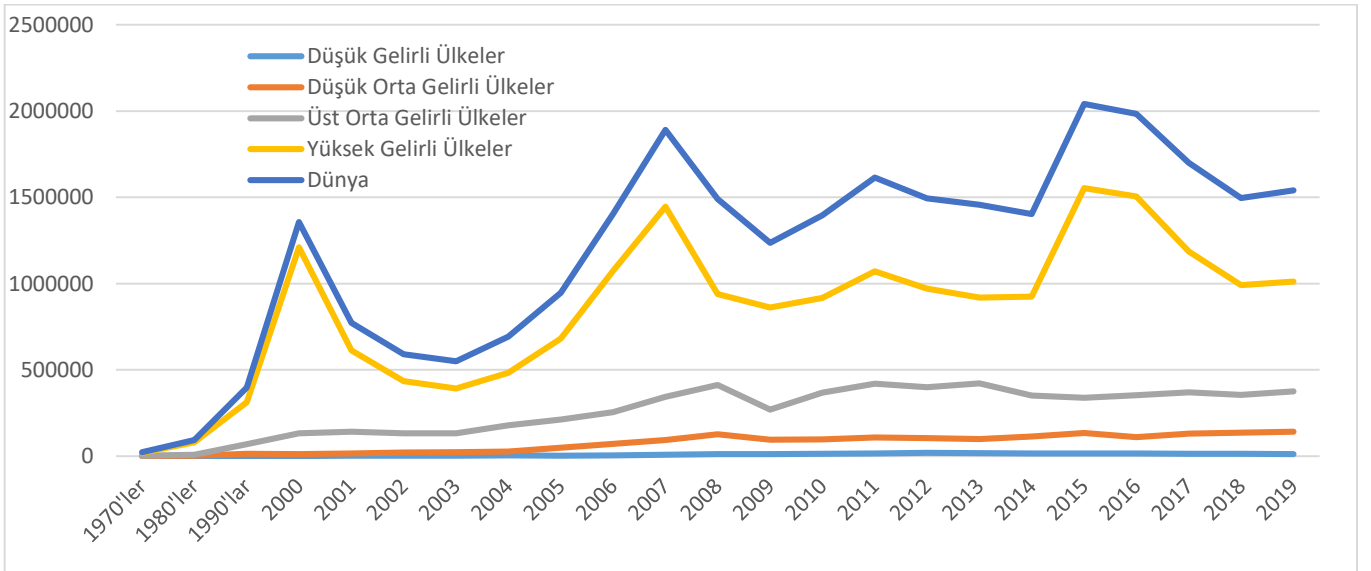
¹ Bu değerlendirme yapılırken Çin Halk Cumhuriyeti'nin GOÜ kategorisinde olduğu ve 2018 yılı itibarıyla dünya DYY'leri içindeki payının yüzde 10,72 olduğu unutulmamalıdır. Özellikle Çin Halk Cumhuriyeti'nde 1990-1994 arası ve 2000-2003 arasında DYY önemli

miktarda artış göstermiş ancak takip eden yıllarda düşmüştür. 2007 yılı sonrasında ise yine artış trendine girmiştir.



Şekil 1: DYY'lerin GÜ ve GOÜ'lere Göre Dağılımı (%)

Kaynak: UNCTAD verilerinden yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.



Şekil 2: Farklı Gelir Grupları ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar (1970-2019, Milyar Dolar)

Kaynak: UNCTAD verilerinden yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

Şekil 2 ise, 1970-2019 yılları arasında DYY'lerin yüksek gelirli ülkeleri daha çok tercih ettiğini göstermektedir. Bu tercih bize DYY'lerin ülke seçimlerinde dikkate aldıkları unsurların sadece makroekonomik çerçevede değil aynı zamanda politik istikrar, finansal sistemin sağlığı, iş gücünün eğitimsel kazanımı, fiziksel altyapının kalitesi, devlet hizmetlerinin verimliliği ve yolsuzluk derecesi olduğunu da göstermektedir. Dolayısıyla gelir düzeyi ile ülkelerin yatırımları emme kapasitelerinin doğru orantılı olması DYY'lerin tercihlerini etkilemektedir.

Sermaye birikimini tamamlamamış ve iç kaynakları yetersiz olan GOÜ için uzun vadeli büyümenin finansmanı önemli boyutta dış kaynaklara bağlıdır. Finansal entegrasyonun sağladığı dış kaynakların iç kaynakları tamamlaması sonucu arzulan ekonomik büyümeyi sağlayacağı görüşü, GOÜ'lerin geçmiş dönemlerde DYY'lere şüpheyle yaklaşmaları yönündeki eğilimlerini de değiştirmiştir. Bu süreçte gelir artışının uyaracağı tasarruf artışının sermaye birikiminin oluşumuna katkı sağlayarak uzun vadede dış kaynak bağımlılığını azaltacağı yönündeki görüş, 1980'lerde tüm dünyayı etkisi altına alan

finansal ve ticari serbestleşme süreci ile birlikte sermayenin akımlarında önemli artışlar yaşanmasına katkı sağlamıştır. Bu bağlamda GOÜ'ler de GÜ'ler gibi yabancı sermayeyi ülkelere çekebilmek adına yeni düzenlemeleri devreye sokmuşlardır.

Tablo 1'de 2000'li yıllarda ülkelerin yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin yaptıkları düzenlemeler verilmiştir. 2004 yılında serbestleşme yönünde yapılan düzenlemeler toplam düzenlemelerin yüzde 88'ini oluştururken bu oran 2018 yılında yüzde 68'e kadar düşmüştür. Aynı yıllarda kısıtlayıcı düzenlemeler yüzde 12'den yüzde 32'ye

çıkmıştır. 2019 yılında 54 ülke, yabancı yatırımı etkileyen 107 yeni politika önlemi uygulamaya koymuştur. 107 yatırım politikası önleminin 66'sı yatırımları teşvik etmek ve kolaylaştırmak yönünde serbestleştirme şeklindeyken, 21'i kısıtlama şeklinde olmuştur. 20 önlem ise tarafsız veya belirsiz niteliktedir. Böylece 2018 yılında kısıtlama önlemlerinin yükselişe geçmesi şeklindeki değişim devamlılık göstermemiş ve serbestleştirme önlemleri tekrar artış trendine girmiştir. Böylece, kısıtlayıcı politika önlemlerinin yüzdesi yüzde 24'e düşerken serbestleşme yönündeki önlemler yüzde 76'ya çıkmıştır.

Tablo 1: DYY'lere İlişkin Yapılan Yasal Düzenlemeler

	Değişiklik Yapan Ülke Sayısı	Düzenleyici Değişiklik Sayısı	Serbestleşme		Kısıtlama		Yansız
			Sayı	(%)	Sayı	(%)	
2004	79	164	142	88	20	12	2
2005	77	144	118	83	25	17	1
2006	70	126	104	83	22	17	0
2007	49	79	58	75	19	25	2
2008	40	68	51	77	15	23	2
2009	46	89	61	72	24	28	4
2010	54	116	77	70	33	30	6
2011	51	86	62	75	21	25	3
2012	57	92	65	76	21	24	6
2013	60	87	63	75	21	25	3
2014	41	74	52	81	12	19	10
2015	49	100	75	84	14	16	11
2016	59	125	84	79	22	21	19
2017	65	144	98	81	23	19	23
2018	55	112	65	68	31	32	16
2019	54	107	66	76	21	24	20

Kaynak: UNCTAD World Investment Report 2020'den yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

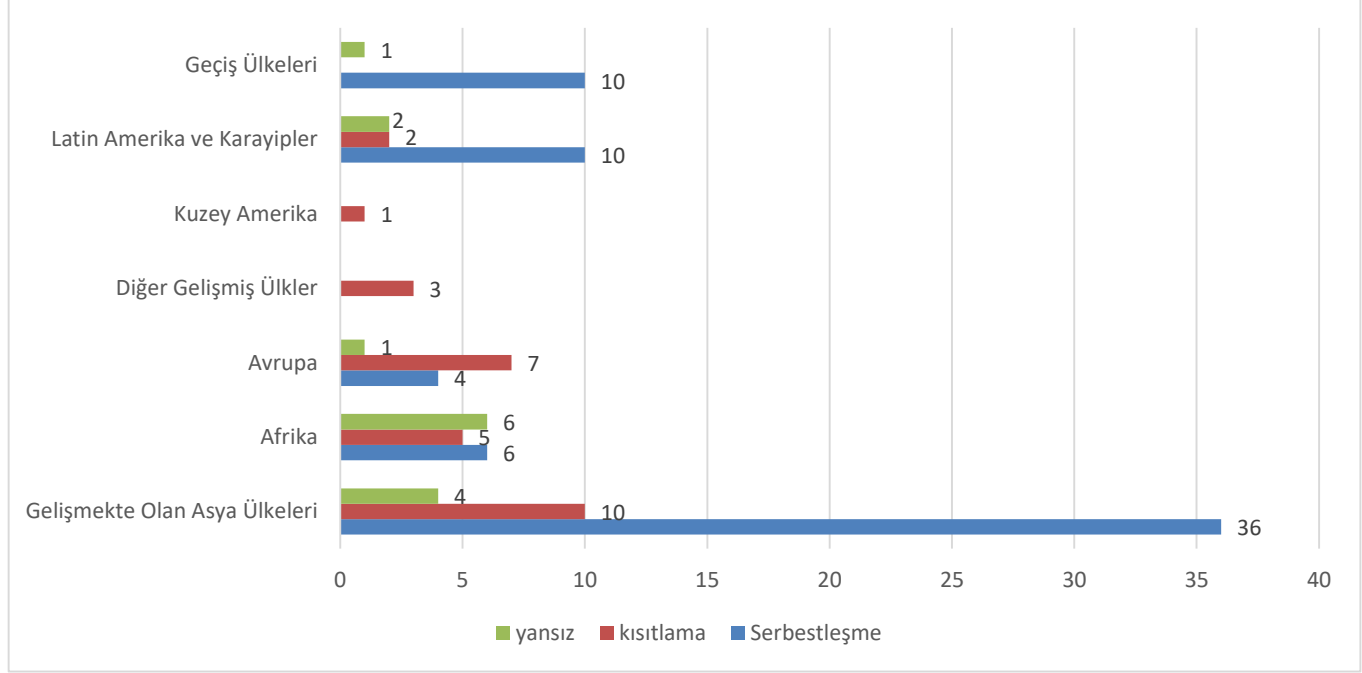
UNCTAD'ın 2020 yatırım raporuna göre kısıtlamaların ve düzenlemelerin oranı genel olarak azalmış olsa da, son yıllarda yatırımlara yönelik ulusal güvenlikle ilgili düzenlemeler artış eğilimindedir. Raporda bu önlemlerin çoğunun gelişmiş ülkeler tarafından alındığı ve bu eğilimin, çok sayıda ülkede temel yerel endüstrilerin yabancıların eline geçebileceği endişesi ile COVID-19 salgınının ardından hızlanması beklendiği belirtilmiştir.

2019 yılında yapılan düzenlemeler coğrafi açıdan incelendiğinde (şekil 3), bölgeler

arasında yeni düzenlemelerin niteliğinin önemli ölçüde farklılık gösterdiği görülmektedir. Daha önceki yıllarda olduğu gibi Asya'daki gelişmekte olan ülkeler, yeni yatırım politikası düzenlemelerini benimsemeye devam etmiştir. 2019 yılında 107 yatırım politikası değişikliğinden 50'si Asya'daki gelişmekte olan ülkeler tarafından yapılmış olup bu politikaların 36'sı serbestleşme yönündedir. Grafik 3'den görüldüğü gibi politika değişikliklerinin ağırlıklı olarak serbestleşme yönünde yapan

ülkeler, Asya'daki gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra Geçiş ülkeleri, Latin Amerika ve Afrika'dır. Avrupa ülkelerinde yapılan 11 düzenlemenin 7'si kısıtlayıcı 4'ü serbestleşme 1'i ise yansızdır. Kuzey Amerika ve diğer gelişmiş ülkelerde ise politika değişiklikleri yabancı yatırımı kısıtlayıcı yönde

gerçekleşmiştir. Diğer bir deyişle, gelişmiş ülkelerde getirilen yatırım politikası düzenlemeleri ağırlıklı olarak yabancı yatırımların kısıtlamasına yönelik iken gelişmekte olan ülkelerde ise tam tersine serbestleşme yönündedir (UNCTAD, World Investment Report, 2020; 97-98).



Şekil 3: 2019 Yılında Yabancı Yatırım Politikalarında Bölgelere Göre Değişiklikler

Kaynak: UNCTAD World Investment Report 2020'den yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

2.2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Giriş Yolları

Uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir parçası olan DYY'ler, farklı şekillerde ev sahibi ülkeye giriş yapabilmektedir. DYY'ler ev sahibi ülkede yeni bir işletme kurulması (greenfield investment) ya da mevcut bir işletmenin geliştirilmesi (brownfield investment) yoluyla da yapılmaktadır.

Dünya piyasalarının entegrasyonu, küresel değer zincirini yaratmış ve üretimin bölünmesini beraberinde getirmiştir. Bunun sonucunda birçok şirket üretim faaliyetlerini, farklı ülkelerdeki üretim tesislerinde yapmaktadır. Üretimin uluslararasılaşmasıyla mallar, bir işlemde geçtikten sonra, ara malından nihai mala dönüşene kadar başka ülkelere transfer edilmektedir. Bu durum büyük ölçekli şirketlerin, başka şirketlerle mal

transferi trafiğini arttırmaktadır. Şirketlerin sınırları dışında bir ülkede tamamen kendisine ait bir fabrika ya da tesis kurmaları, ürün transfer maliyetlerini azaltmaktadır. Greenfield yatırım olarak sınıflanan bu tür yatırımların diğer nedenleri de ucuz işgücü ve hammadde avantajlarından faydalanmaktır (Harzing, 2002: 13-15). Ev sahibi ülkede istihdamı artırması, beşeri sermayeye, teknolojik gelişmelere, ekonomik büyüme ve kalkınmaya yaptığı katkılar dolayısıyla greenfield yatırımlar ülkelerin en fazla çekmek istedikleri yatırım türüdür (Köprücü, 2017: 36).

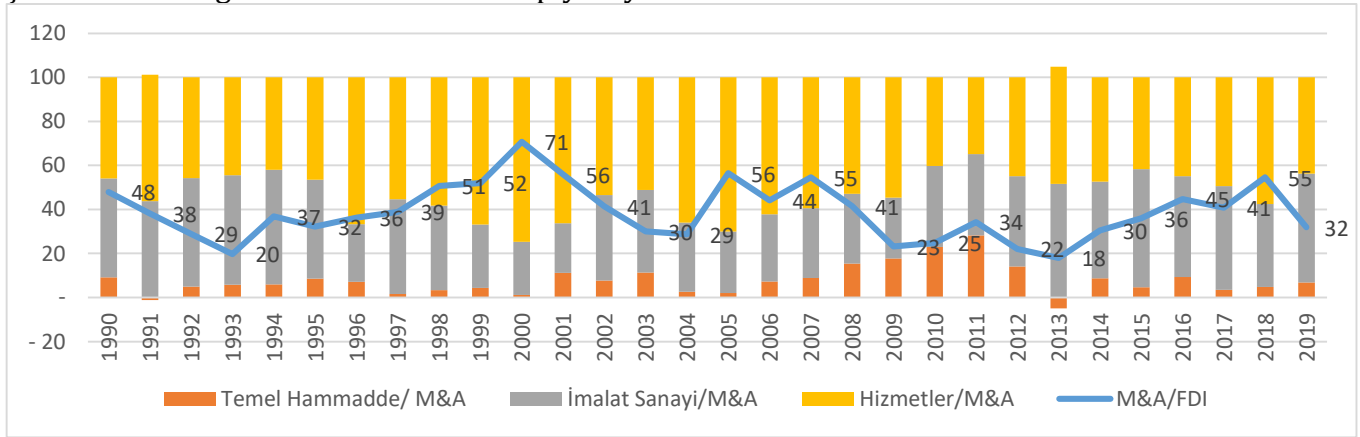
DYY'lerin diğer bir giriş şekli satınalma ve birleşmelerdir. Brownfield yatırım olarak olarak da nitelenen satın alımlar büyük ölçekli ÇUŞ'ların küçük ölçekli yerel firmaları alacak ve borçlarıyla birlikte tüm varlıklarını bünyesine dahil ederek hukuki varlığına son verdiği doğrudan yatırım türüdür. Şirket evlilikleri

olarak adlandırılan birleşmeler, kaynak ve piyasa payı açısından birbirine denk iki veya daha fazla firmanın piyasa gücü ve verimliliği artırma amacıyla tüzel varlıklarını sonlandırarak, yeni bir firma oluşturmaları durumudur. Birçok ÇUŞ'un büyümesi, karlılığını artırması ve dünya pazarlarına ulaşması, maliyetlerini azaltarak diğer firmalara karşı rekabet üstünlüğü yakalamasıyla mümkündür. Bunu sağlamanın diğer bir yolu ise yerel firmaları satın almaktır (Çelik, 1999: 57-59). ÇUŞ'ların birleşme ve satın alma yoluyla ulusal piyasaya giriş nedenleri arasında pazar payını artırma, yerel firmaya tanınan vergi kolaylıklarından yararlanma, risk çeşitlendirmesi, satın alım işleminin borsaya olumlu yansması, yerel firmanın teknik bilgi, kalifiye personel ve dağıtım kanallarına sahip olma ve satışlardaki mevsimsel dalgalanmaları dengeleme olarak sıralanabilir (Dinçer,2004:218).

Şirket satın almaları şeklinde gerçekleşen DYY'lerde başlıca sorun, satın alım yapan ÇUŞ'un yatırımın yapıldığı ev sahibi ülkedeki farklı çalışma kültürünün varlığı nedeniyle uyum sağlama zorluğu olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer bir sorun ise ulusal piyasayı

korumaya yönelik tedbirler alan hükümetlerin tutumu gösterilebilir.

Şekil 4'de birleşme ve satın almaların (Merger and Acquisition (M&A)) DYY içindeki payı ve sektörel dağılımı 1990 sonrası için verilmiştir. Yıllar itibariyle M&A'in DYY içindeki payı dalgalanma göstermektedir. M&A yüzde 72 ile 2000 yılında en yüksek paya ulaşmışken, 2013 yılında ise yüzde 18 ile en düşük paya sahip olduğu görülmektedir. M&A'in sektörel dağılımına baktığımızda 1990-95 yılları arasında imalat sanayi ve hizmetler yakın değerlere sahip iken 1995-2011 yılları arasında hizmetler sektöründe önemli bir artış göze çarpmaktadır. Özellikle 2000 yılında M&A içinde hizmetlerin payı yüzde 75'e kadar çıkmıştır. İkinci zirve değer 2011 yılında yüzde 70'dir. 2005 yılından itibaren hizmetler sektörünün payı düşerken imalat sanayi ve temel hammadde (tarım, balıkçılık, petrol) sektörlerinin payı artış trendine girmiştir. 2011 yılı sonrasında ise hizmetler sektörü tekrar artış trendine girmiştir. 2019 yılı itibariyle M&A'in dağılımı yüzde 7 temel hammadde, yüzde 49 imalat sanayi, yüzde 44 hizmetler sektörü şeklindedir.



Şekil 4: Birleşme ve Satın almaların DYY içindeki Payı ve Birleşme ve Satın almaların Sektörel Dağılımı (Yüzde Pay)

Kaynak: UNCTAD verilerinden yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

Tablo 2'de 2001-2019 yılları arasında dünyadaki M&A işlem sayısı ve değer olarak verilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi hem işlem sayısı hem de işlem değeri olarak yıllara göre

artış görülmektedir. 2000'li yıllarda GOÜ'lerdeki özelleştirmeler bu artışa önemli katkı sağlamıştır. Tabloda 2007 Küresel Finans Krizi'nin M&A şeklinde gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlara olumsuz etkisi

görülmektedir. 2007 yılında 1.032 trilyon dolar olan işlem hacmi 2008 yılında 617 milyar dolara, 2009 yılında 287 milyar dolara gerilemiştir.

M&A sektörel olarak incelendiğinde 2001 yılında sanayi sektöründeki işlem sayısı 1427 iken 2008 yılında 2055 işlem ile zirve işlem sayısına ulaşmış ve bu yıldan sonra düşmüştür. Yabancı yatırımcının sınır ötesi şirket satın alma birleşmelerde tercihi açık ara hizmetler sektörü olmuştur. 2001 yılında toplam işlem sayısının yüzde 64,45 'i hizmetler sektöründe gerçekleşirken yüzde 30,87'si sanayi sektöründedir. Yıllar itibariyle hizmetlerin ağırlığının daha da arttığı görülmektedir. Sektörel alt dal ayırımına bakıldığında 2019 yılında sanayi sektöründe 1350 işlem

gerçekleşmiştir. En çok işlem gören alt dallar yüzde 18,30 ile bilgisayar, elektrik-elektronik ve optik ürünler iken ikinci sırada yüzde 14 ile eczacılık ürünleri, tıbbi kimyasallar ve botanik ürünleri üçüncü sırada ise yüzde 13 ile makine ve teçhizat imalatı olmuştur. Sanayi sektöründeki işlem sayısı 2007 Küresel Krizi öncesinde gerçekleşen sayıya bir daha ulaşamamıştır. Hizmetler sektöründe ise Küresel Kriz öncesi işlem sayısına yıllar içinde ulaşılmış, hatta üzerine çıkmıştır. Hizmetler sektöründe en çok işlem gören dallar yüzde 45 ile finans ve sigortacılık faaliyetleri yüzde 20 ile enformasyon ve iletişim, yüzde 7,30 ile ticarettir.

Tablo 2: Şirketlerin Sınır Ötesi Şirket Satın Alımları ve Birleşmeleri 2001-2019 (Net Sayı ve Değer)

Yıllar	Sanayi		Hizmetler		Toplam İşlem Sayısı	Toplam Değer (milyar dolar)
	İşlem Sayısı	%	İşlem Sayısı	%		
2001	1427	30.87	2979	64.45	4622	431
2002	1062	32.90	2015	62.42	3228	244
2003	1031	33.95	1792	59.01	3037	165
2004	1176	31.26	2326	61.83	3762	199
2005	1486	28.54	3433	65.94	5206	535
2006	1683	27.55	3966	64.91	6110	620
2007	2077	27.39	4929	65.01	7582	1.032
2008	2055	29.74	4265	61.73	6909	617
2009	1228	27.58	2727	61.24	4453	287
2010	1541	27.71	3377	60.72	5562	347
2011	1631	27.57	3622	61.22	5916	553
2012	1573	28.84	3425	62.79	5455	328
2013	1440	29.17	3117	63.15	4936	263
2014	1694	27.82	4055	66.58	6090	428
2015	1778	27.94	4346	68.29	6364	735
2016	1745	26.41	4656	70.47	6607	887
2017	1690	24.26	4727	67.85	6967	693
2018	1600	23.46	4815	70.59	6821	816
2019	1350	20.52	5070	77.08	6578	491

Kaynak: UNCTAD cross-border M&A database, <https://unctad.org/search?keys=cross-border+M%26A+>

Tablo 2 ile Şekil 4 birlikte değerlendirildiğinde özellikle 2011 yılı sonrasında işlem sayısında hizmetler sektörünün oldukça yüksek bir paya

sahip olmasına karşın değer olarak aslında imalat sanayii ve hizmetler sektörünün yakın değerlere sahip olması imalat sanayiinde gerçekleşen M&A'in büyük ölçekli ve piyasa

değeri yüksek olan firmalar arasında gerçekleştiği söylenebilir.

2.3. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Finansal İstikrar İlişkisi

Özellikle GOÜ'ler açısından sürdürülebilir ekonomik gelişme için DYY girişlerinin önemi dikkate alındığında DYY girişlerini etkileyen faktörler bu ülkeler için daha da önemli hale gelmektedir. Bu nedenle DYY girişlerini etkileyen faktörler çok sayıda araştırmanın konusu olmuştur. Finansal serbestleşme, altyapı ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, coğrafi konum, hammadde ve işgücü maliyetlerindeki avantaj, iç pazarın cazibesi gibi birçok unsur ile DYY arasında ilişkinin varlığı araştırılmasına karşın ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyleri ve finansal istikrar ile DYY

Tablo 3: Finansal İstikrar Göstergeleri

Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Göstergeleri	Parasal ve Finansal Göstergeler	Reel Sektör Göstergeleri
a. Reel Döviz Kuru	a. (Kısa Vadeli Dış Borç)/(Rezervler)	a. İmalat Sanayi Üretim Endeksinin Büyümesi
b. İhracatın Büyümesi	b. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin Büyümesi	b. Reel Sektöre Yönelik Banka Kredileri
c. İthalatın Büyümesi	c. (M2Y/Rezervler)'in Büyümesi	c. İmalat Sanayi Haftalık ya da Aylık Çalışma Saati
d. Cari İşlemler Dengesi	d. Reel Mevduat Faizleri	d. İşsizlik Oranı
e. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	e. Toplam Mevduatların Büyümesi	e. Reel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları
f. (Cari Açık)/(GSYİH)	f. Borsa Endeksinin Büyümesi	f. Yatırımlar/ GSYİH
g. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı: (İhracat/İthalat)	g. M2/M2Y	g. Kapasite Kullanım Oranı
h. Net Hata Değişim Oranı	h. Toplam Yurt içi Kredilerin Büyümesi	h. Stoklardaki Değişme
ı. (İhracat/ GSYİH)	ı. Reel Ankes (M1) Fazlası	
j. (İthalat/ GSYİH)	j. Paranın Reel Değer Artışı(Doğan,2006:199)	
	k. Hisse Senedi Fiyatları	
	l. Enflasyon Oranı	

Kaynak: IMF, <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61404590>.

Finansal istikrar, finansal piyasalardaki fonların reel sektöre etkin tahsisini, varlık değer belirme ve fiyatlamaların sağlıklı yapıldığı ve oluşabilecek riskleri yönetme becerisini ifade etmektedir. Böylece, tasarrufların yatırımlara dönüşme sürecindeki mekanizmaların ve kanalların etkin ve denetimli bir şekilde işlemlerini sağlamaktadır. Finansal istikrar, finansal sistemin içinde bulunan piyasaların, kurumların ve ödeme

ilişkisi görel olarak daha az ele alınmıştır. Yapılan araştırmalar, DYY'den gerçek sürdürülebilir faydanın ancak ev sahibi ülke gelişmiş bir finansal sisteme sahip olduğunda ve istikrarlı bir ekonomiye sahip olduğunda elde edilebileceğini göstermektedir.

Finansal istikrar, sistemin tüm katmanlarına bağlı durumda olması nedeniyle finansal kurumların oturmuşluğu, finansal piyasalardaki gelişmelere ve temelini oluşturan parçaların işleyişinden etkilenmektedir (Sahel ve Vesala, 2001: 160). Bundan dolayı finansal istikrarı ölçerken sistemin tüm katmanlarını yani finansal kurumlara, işleyişine ve altyapısına dair çeşitli göstergeler gerekmektedir (Van den End, 2006: 4).

sistemlerinin dışsal şoklara karşı koyabilme becerisidir (Woodford,2012:12). Schinasi (2004) finansal istikrar terimini iktisadi kaynakların verimli kullanımı ve sağlıklı dağılımını tesis eden, refah artırıcı ve ekonomik büyümeye yardımcı olan ve süreç içerisinde iktisadi belirsizlikleri önceden görüp bertaraf edebilen sistemsel sağlamlık olarak görmektedir. Finansal istikrarın takibi ve ölçümü de tanımlanabilmesi derecesinde

zordur. Finansal istikrarda uzlaşa sağlanmış bir tanım bulunmadığı gibi kavramın ölçümüne dair küresel ölçekte geçerli gösterge seti de yoktur. Bu durum, ülkenin kendine has ekonomik özelliklerinin olmasından kaynaklıdır. Tablo 3'de dış alem kaynaklı, finans kesimi ve reel sektöre göre ayrılmış göstergeler finansal istikrarsızlık göstergeleri (aynı zamanda krizler için öncü göstergeler) sınıflandırılmıştır.

Finansal istikrarsızlığın belirtileri volatilité ve ani fiyat değişimleri şeklinde görülebilir ve bu durum domino etkisi yaratarak krizleri tetikleyebilir. Finansal istikrarsızlığın yol açtığı belirsizlik ortamı gerek ulusal gerekse uluslararası yatırımları etkileyecek en önemli unsurdur.

3. LİTERATÜR

Gerek GÜ gerekse GOÜ'lerin yabancı sermayeden pay alma rekabeti, DYY'leri etkileyen faktörlere yönelik literatürün de zenginleşmesini sağlamıştır. Yol ve Teng (2009) DYY'lerin Malezya ekonomisi için yurtiçi belirleyicileri Hata Düzeltme Modeli ile 1975-2006 dönemi için tahmin etmeye çalışmış ve DYY'lerin reel döviz kurundan, GSYİH büyümesinden ve altyapıdan pozitif, ihracattan ise negatif etkilendiğini belirtmiştir. Zekiws (2012) Afrika ülkeleri için DYY'lerin belirleyicilerini ticari açıklık, GSYİH, enflasyon ve DYY'lerin bir dönem gecikmeli değerleri olarak tespit etmiştir. Azam ve Lukman (2010), Hindistan, Endonezya ve Pakistan için DYY'lerin belirleyicilerini 1971-2005 dönemi için En Küçük Kareler yöntemi ile tahmin etmiştir. Piyasa büyüklüğü, dış borç, ticari açıklık, yurt içi yatırımlar ve fiziksel altyapı DYY'lerin önemli belirleyicileri olarak tahmin edilmiştir. Henisz (2002), 1987-1995 dönemi için 55 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan panel veri analizi kullanılan çalışmada, ev sahibi ülkedeki politik riskteki artış, yabancı yatırımcıda kamulaştırma tehdidi olarak algılanmakta ve doğrudan yatırım girişlerini sektöre uğratmaktadır. Benzer şekilde, finansal riskteki artışın, firmaların öz sermayeleri üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu ve doğrudan

girişleri azaltıcı yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Garibaldi vd. (2002)'e göre DYY girişleri makroekonomik istikrar, ekonomik reformlar, ticaret serbestliği, doğal kaynaklar, özelleştirme yöntemleri, yabancı sermaye girişindeki engeller ve ülke riski gibi faktörler tarafından belirlenmektedir. Onyeiwu ve Shrestha (2004) çalışmasında ekonomik büyüme, enflasyon, uluslararası rezervler, ekonomik açıklık ve doğal kaynaklara ulaşılabilirlik DYY'lerin arkasında yatan temel nedenler olarak tespit etmiştir. Ülkedeki altyapı düzeyi ve siyasi hakların ise DYY'yi etkilemediği görülmüştür. Fedderke ve Romm (2008), genişletilmiş EKK yöntemini kullanarak 1956-2003 dönemi için Güney Afrika'ya yönelik DYY girişlerini etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik yaptıkları çalışmada, kişi başına düşen GSYH, yapısal reformlar, özelleştirme, kurumsal kalite, altyapı ve makroekonomik ve finansal istikrarın göstergesi olarak kullanılan enflasyon değişkenlerini anlamlı bulmuştur. Albulescu vd. (2010) Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelik doğrudan yatırım akımlarında iç talebin büyüklüğü, dışa açıklık oranı, işçi verimliliğinin pozitif ve anlamlı, faiz oranı ile negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Aynı şekilde söz konusu ülkelerde istikrarlı bir finansal sistemin varlığının DYY girişlerinde önemli bir rolü olduğu ortaya koyulmuştur. Vijayakumar vd. (2010), 1975-2007 döneminde BRICS ülkelerine yönelik DYY girişlerinin belirleyicileri olarak 22 bağımsız değişken arasından en fazla etkili olanlarını; GSYH, işçi maliyetleri, altyapı, reel efektif döviz kuru ve brüt sermaye formasyonu olarak bulmuşlardır. Hayakawa vd. (2011) ÇUŞ'ların doğrudan yatırım kararlarını etkileyen politik ve finansal risk faktörlerini belirlemek üzere 60'ı GOÜ olmak üzere 90 ülkenin 1987-2007 yıllarına ait DYY girişlerini analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda yatırım kararlarının verilmesinde politik risklerin finansal risklere göre daha fazla önem arz ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Khachoo ve Khan (2012), panel veri analizi yöntemiyle uzun vadede GOÜ'lere yönelik DYY girişlerinin belirleyicilerini tahmin

etmeye çalışmışlardır. 1982-2008 dönemine ait verilerin kullanıldığı çalışmada DYY girişleri pazar büyüklüğü (GSYH), toplam rezervler, işçi maliyeti ve dış ülkelere açıklık göstergelerinin bir fonksiyonu olarak tahminlenmiştir. Analiz sonucuna göre dışa açıklık göstergesi hariç tüm değişkenler yüksek düzeyde anlamlı bulunmuştur.

Türkiye ekonomisine yönelik DYY ile finansal istikrarsızlık göstergeleri arasındaki ilişkileri inceleyen bazı çalışmalar ise şu şekilde özetlenebilir; Kar ve Tatlıöz (2008)' ün bulguları finansal istikrarsızlık göstergesi olarak alınan uluslararası net rezervlerin DYY'leri pozitif, reel döviz kurunun ise negatif yönde etkilediği yönündedir. Aksu vd. (2018) 2007-2015 dönemi için finansal istikrar ve DYY ilişkisini inceleyen çalışmalarında, DYY girişlerinden finansal istikrara doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Koyuncu (2010) çalışmasında Türkiye'de 1990-2009 dönemi için makroekonomik göstergelerin DYD üzerindeki etkilerini Yapısal Var analizi ile test etmiştir. Elde edilen bulgular DYD'nin kendisinin bir önceki dönem değerinden, GSYH, ticari dışa açıklık ve net uluslararası rezervlerdeki değişimlerden anlamlı derecede etkilendiği yönündedir. Özcan ve Arı (2010)

tarafından 1994-2006 dönemi için 27 OECD ülkesinde DYY'nin belirleyicilerini, dinamik panel veri analizi yöntemiyle test edilmiştir. Çalışmada GSYH büyüme hızı, altyapı düzeyi ve enflasyonun DYD'yi pozitif, açıklık ve cari dengenin ise negatif yönde etkilediği belirlenmiştir.

4. YÖNTEM VE VERİ SETİ

4.1. Veri Seti

Bu çalışmada, kullanılan seriler IMF, World Bank ve FRED veri tabanlarından 2008-2019 dönemi için yıllık olarak alınmıştır. Çalışma kapsamında, finansal kırılganlık göstergelerinin; Brezilya, Arjantin, Türkiye, Güney Afrika, Meksika, Hindistan ve Endonezya'ya yönelik doğrudan yabancı yatırımlar üzerine etkisini araştırmak amacıyla regresyon modeline odaklanılmıştır. Modelimiz kapalı formda aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$DYD = f(CA, EXT, NPL) \quad (1)$$

Regresyon modeli açık formda ise:

$$DYD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 EXT_{it} + \beta_3 NPL_{it} + u_{it} \quad (2)$$

Modelde DYD doğrudan yabancı yatırımları, CA cari açık/hasıla, EXT toplam rezervler/toplam dış borç ve NPL takipteki alacaklar /toplam kredileri göstermektedir.

Tablo 4: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Tanımlayıcı İstatistikler					
Değişkenler	Gözlem ($T \times N$)	Ortalama	St. Sapma	En Küçük Değer	En Büyük Değer
DYD	84(12x7)	2.67E+10	2.39E+10	1.52E+09	1.02E+11
CA	84(12x7)	-2.45823	1.910715	-8.936	2.178
EXT	84(12x7)	47.57027	23.00647	14.40338	113.3463
NPL	84(12x7)	3.567268	1.643828	1.686767	9.98

Tablo 4'de değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Panel veri setinin, dengeli (kayıp gözlem yoktur) ve uzun panel ($T > N$; $12 > 7$) özelliği sergilediği görülmektedir. Araştırmada, her ülkeye (sıralı olarak Brezilya, Güney Afrika, Türkiye, Hindistan, Meksika,

Endonezya ve Arjantin) ilişkin doğrudan yabancı yatırımlar, cari açık, dış borç ve npl'ye ait 2008-2019 dönemleri arasında gerçekleşen yıllık veriler incelenmiştir.

4.2. Değişkenlerde Birimler Arası Korelasyonun Sınanması

Ekonometrik analizlerin başlangıcını, çalışmaya konu olan değişkenlerin birimler arası korelasyon analizleri oluşturmaktadır. Birimler arası korelasyonu tespit etmeye yönelik olarak Breusch ve Pagan LM birimler arası korelasyon testi ve sapması düzeltilmiş LM birimler arası korelasyon testi kullanılmıştır.

Tablo 5: Değişkenler İçin Sapması Düzeltilmiş LM Birimler Arası Korelasyon Testi

Sapması	Düzeltilmiş LM Testi	Testi
<i>(değişkenler için)</i>		
Değişkenler	CD _{LM} Test İstatistiği	Olasılık
DYD	0.550917	0.5817
CA	1.404125	0.1603
EXT	11.23394	0.0000*
NPL	3.231132	0.0012*

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 5’de, değişkenlerindeki birimler arası korelasyon varlığını sınımaya yönelik olarak gerçekleştirilen sapması düzeltilmiş LM testinin sonuçları yer almaktadır. Testin temel hipotezi, ilgili değişkende birimler arası korelasyon sorununun olmadığını ifade etmektedir. Dış borç ve npl (prob<alfa olduğundan) için temel hipotezin reddedildiği ve bu değişkenlerde birimler arası korelasyonun var olduğu anlaşılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenleri için ise (prob>alfa) temel hipotez reddedilememektedir. Sapması düzeltilmiş LM testine göre toplam rezervler/dış borç ve npl değişkenlerinde birimler arası korelasyon sorunu mevcuttur. Doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenlerinde ise böyle bir sorunun kanıtlarına rastlanmamıştır.

Bu aşamada, toplam rezervler/dış borç ve npl’nin birim kök ve durağanlık analizi için, bu sorunun varlığında çalışabilen ikinci nesil

testler ile analize devam edilmesi gerekmektedir. Araştırmanın diğer değişkenleri olan doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenleri için ise birim kök ve durağanlık analizlerini birinci nesil testler vasıtasıyla gerçekleştirmek mümkündür.

4.3. Birim Kök ve Durağanlık Analizi

Değişkenlerin birim kök ve durağanlık analizlerinden oluşan bu bölümde, birimler arası korelasyon sorunu bulunmayan cari açık ve doğrudan yabancı yatırım değişkenleri birinci nesil panel birim kök testlerinden olan Levin, Lin ve Chu (2002) panel birim kök testiyle analiz edilmiştir. Birimler arası korelasyon sorunu bulunduğu tespit edilen dış borç ve npl değişkenlerinin ise durağanlık analizi, ikinci nesil testler arasında yer alan Hadri ve Kurozumi (2012) panel durağanlık testi vasıtasıyla gerçekleştirilmiştir.

Tablo 6: Levin, Lin ve Chu (2002) Panel Birim Kök Testi

Levin, Lin ve Chu (LLC) Panel Birim Kök Testi Sonuçları			
Değişkenler	Sabit ist.)	Terimli (t	Sabit Terimli ve Trendli (t ist.)
DYD	-6.96807 (0.0000)*		-6.62284 (0.0000)*
CA	-2.53778 (0.0056)*		-1.39399 (0.0817)***

Not:*,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 6’de doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenlerine ilişkin Levin, Lin ve Chu (2012) panel birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Teste ait temel hipotezde birim kök varlığı ifade edilmektedir. Hesaplanan istatistik değerleri incelendiğinde her iki değişken için de temel hipotezin reddedildiği görülmektedir. Dolayısıyla, LLC birim kök testine göre hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de cari açık değişkenleri düzeyde durağandır.

Tablo 7: Hadri ve Kurozumi (2012) Panel Durağanlık Testi

Hadri ve Kurozumi (2012) Panel Durağanlık Testi Sonuçları	
---	--

Değişkenler	Sabit Terimli (t ist.)	Sabit Terimli ve Trendli (t ist.)
DYD	-0.532	0.751
CA	1.179	1.488

Not: a: 0.05 önem seviyesinde kritik değer 1.645'tir.

Tablo 7'de doğrudan yabancı yatırımlar ve cari açık değişkenlerinin durağanlığını analiz etmeye yönelik Hadri ve Kurozumi (2012) panel durağanlık testinin sonuçları gösterilmektedir. Bu teste ait temel hipotez, söz konusu değişkenin durağan olduğu yönünde kurulmaktadır. Hesaplanan istatistik değerleri incelendiğinde (kritik değer 1.645), hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de cari açık değişkenleri için temel hipotezin reddedilemediği görülmektedir. Dolayısıyla söz konusu iki değişkenin düzeyde durağan değişkenler olduğu anlaşılmıştır.

Tablo 6 ve Tablo 7 birlikte değerlendirildiğinde, araştırmaya konu olan değişkenlerin tamamının düzeyde durağan olduğu sonucu elde edilmektedir. Bu aşamada, 2 numaralı denklemin tahmini için ekonometrik açıdan bir sorun bulunmamakta, diğer bir deyişle düzeyde durağan olduğu tespit edilen değişkenlerin regresyonunun sahte regresyon olma ihtimali ortadan kalkmaktadır.

4.4. Eğim Homojenliğinin Test Edilmesi

Tablo 8: Pesaran ve Yamagata (2008) Eğim Homojenliği Testi

Δ İstatistiği	Olasılık (Δ)
1.277	0.201

Tablo 8'de, 2 numaralı denklemde tanıtılan regresyon modeline ait parametrelerin homojen eğimlere sahip olup olmadığını sınamak amacıyla uygulanan Pesaran ve Yamagata (2008)'nin delta testi sonuçları yer almaktadır. Bu testin temel hipotezinde, eğimlerin homojenliği ifade edilmektedir. Delta istatistiğine ait olasılık değeri, önem seviyesinden küçük olmadığı için temel hipotez

reddedilememektedir. Böylelikle modelde, eğimlerin tek bir katsayıyla temsil edilmesinin istatistiksel olarak mümkün olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

4.5. Birim/Zaman Etkilerinin Test Edilmesi

Birim ve zaman etkilerinin varlığı, bir panel veri modelinin en önemli belirleyicilerindedir. Zira birim ya da zaman etkisinin olmadığı bir model klasik model olarak adlandırılmakta ve havuzlanmış en küçük kareler tahmincisi vasıtasıyla basit bir şekilde tahminlenebilmektedir. Ancak modelde birim/zaman ya da hem birim hem de zaman etkilerinin varlığına ilişkin bir kanıt bulunursa havuzlama işlemini kullanmak uygun bir yaklaşım olmayacaktır. Bu aşamada da homojen eğimlere sahip olduğu Tablo 10'da gösterilen modelde birim/zaman etkilerinin varlığı araştırılmaktadır.

Tablo 91: Birim ve Zaman Etkileri F Testi

Etki	F İstatistik	F Olasılık
Birim Etkiler	31.44	0.0000*
Zaman Etkileri	1.44	0.1734

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Birim ve zaman etkilerinin yer almadığı klasik model, birim etkilerin var olduğu modele karşı ve zaman etkilerinin var olduğu modele karşı ayrı ayrı F testiyle sınanmaktadır. Tablo 9'da yer alan ilk test, temel hipotezinde birim etkilerin varlığını, ikinci test ise zaman etkilerinin varlığını sınamaktadır. F olasılık değerleri incelendiğinde yalnızca birim etkilerin olmadığını belirten temel hipotezin reddedildiği ancak zaman etkilerinin olmadığını ifade eden temel hipotezin reddedilemediği görülmektedir. Bu durumda, F testine göre ilgili modelde yalnızca *birim etkiler* mevcuttur ve bu modeli "*tek yönlü birim etkiler*" modeli olarak nitelendirmek mümkündür.

Tablo 10: Birim ve Zaman Etkileri LR Testi

<i>Etki</i>	<i>LR İstatistik</i>	<i>LR Olasılık</i>
Birim ve Zaman Etkileri	73.35	0.000*
Birim Etkiler	71.50	0.000*
Zaman Etkileri	0.29	0.2963

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 10’da, birim etkilerin, zaman etkilerinin ve hem birim hem de zaman etkilerinin birlikte varlığının sınındığı LR testinin sonuçları görülmektedir. LR testi kapsamında üç ayrı istatistik hesaplanır ve üç farklı hipotez sınanır. İlk olarak klasik model, hem birim hem de zaman etkileri olan panel veri modeline karşı sınanmaktadır ve temel hipotezde birim ve zaman etkilerinin olmadığı ifade edilmektedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotez reddedilmektedir. Bu durumda, ilgili modelde birim ve zaman etkilerinden en az bir tanesi ya da hem birim hem de zaman etkileri birlikte mevcuttur. İkinci aşamada, klasik model birim etkilerin var olduğu tek yönlü modele karşı test edilmektedir ve temel hipotez modelde birim etkilerin var olmadığı şeklindedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotez reddedilmekte ve modelde birim etkilerin var olduğu anlaşılmaktadır. Son aşamada ise klasik model zaman etkileri olan panel veri modeline karşı test edilmektedir. Temel hipotez klasik modelin uygun olduğunu (zaman etkilerinin olmadığı) ifade etmektedir ve hesaplanan olasılık değerine göre söz konusu hipotez reddedilememektedir. Tüm bu üç LR istatistiği vasıtasıyla yapılan testler göz önünde bulundurulduğunda, panel veri modelinin tek yönlü birim etkiler modeli (zaman etkileri yer almamakta) olduğu sonucu elde edilmektedir.

Sonuçları Tablo 9 ve Tablo 10’da paylaşılmış olan F ve LR testlerinin her ikisine göre de, incelenen model “tek yönlü birim etkiler modeli”nin özelliklerini taşımaktadır.

Tablo 11: Hausman Testi

<i>Hausman Testi Sonucu</i>	
χ^2 İstatistik	7.38
Olasılık (prob.)	0.0609***

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 11’de Hausman testinin sonuçları yer almaktadır. Hausman testine ait temel hipotezde, bağımsız değişkenler ile birim/zaman etkisi/etkileri arasında korelasyon bulunmadığı ifade edilmektedir. Hesaplanan χ^2 değerine göre temel hipotez reddedilmekte ve birim etki (modelde birim etkinin varlığı saptanmıştır bkz. Tablo 1 ve Tablo 11) ile modelin açıklayıcı değişkenleri arasında korelasyon bulunmaktadır. Bu durumda da teorisi gereği sabit etkiler modeli tutarlı olmakta iken tesadüfi etkiler sapmalı (tesadüfi etkilerde birim etki ile açıklayıcı değişkenlerin korelasyonlu olmadığı varsayılmaktadır) olacaktır. O halde, 2 numaralı eşitlikte gösterilen modelin tahmini için sabit etkiler kullanılmasında bir sakınca yoktur.

4.6. Panel Regresyon Modelinin Tahmini

Bu bölümde, 2 numaralı denklemde gösterilen regresyon modeli tahminlenmektedir. İlk aşamada temel modele ve tanı testlerinden elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son aşamada ise varsayımlardan sapmalara göre dirençli standart hatalar üretecek tahminci seçilerek nihai model tahminlenmiştir.

Tablo 12’de tek yönlü (birim) sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları yer almaktadır. F istatistiği, modelin genelinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu belirtmektedir. Birim etki ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun “0.0931” olduğu görülmektedir. Sabit etkiler modelinde bu değer sıfırdan farklı olmasına, diğer bir deyişle birim etki ile bağımsız değişkenlerin korelasyonlu olmasına izin verilmektedir. Katsayı tahminlerini yorumlama aşamasına geçmeden önce varsayımların sağlanıp sağlanmadığı kontrol edilmelidir. Bu

nedenle öncelikle, modele tanı testleri uygulanmıştır.

Tablo 12: Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli Tahmini

Bağımlı Değişken: DYD				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
NPL	0.326268	0.171712	1.9	0.061***
EX	0.41806	0.24125	1.73	0.087***
CA	-0.12048	0.030745	-3.92	0.000*
Sabit Terim	21.34185	0.962379	22.18	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F</i> İst. 5.57				
Olasılık (F) 0.0017*				
<i>cor(u_i, X_b)</i> 0.0931				

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir

Tablo 13: Tek Yönlü Sabit Etkiler Modelinde Varsayımlardan Sapmaların Testi

Heteroskedasite Testi	İstatistik	Olasılık
Değiştirilmiş Wald Testi	16.09	0.0243**
Birimler Arası Korelasyon Testi		
Friedman Testi	13.264	0.0390**
Otokorelasyon Testi		
Mod. Bhargava vd. Testi	1.7579	-
Baltagi-Wu Testi	1.8476	-

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 13’de tek yönlü sabit etkiler modeline (tahmin sonuçları Tablo 13’de sunulan)

Tablo 14: Nihai MODEL- Driscoll-Kraay Tahmincisi- Tek Yönlü (Birim) Sabit Etkiler Modeli

Driscoll ve Kraay Sabit Etkiler Modeli Tahmin Sonuçları				
Bağımlı Değişken: DYD				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
NPL	0.326268	0.081444	4.01	0.002*
EX	0.41806	0.211878	1.97	0.074***
CA	-0.12048	0.031362	-3.84	0.003*
Sabit Terim	21.34185	0.8042	26.54	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F</i> İst. 31.89				
Olasılık (F) 0.0000*				
<i>R</i> 0.1841				

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 14’te Driscoll-Kraay tahmincisi vasıtasıyla tahminlenen tek yönlü (birim) sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları gösterilmektedir. F istatistiği, modelin bütün olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Katsayı tahminlerine göre, npl, toplam

uygulanan tanı testlerinin sonuçları yer almaktadır:

- Modelde Değiştirilmiş Wald testi istatistiğine göre, temel hipotez reddedilmektedir. Bu durumda modelde farklı varyans sorununun varlığı tespit edilmiştir.
- Birimler arası korelasyon sorununun sınanmasına yönelik olarak, Friedman testi uygulanmıştır. Teste ait temel hipotezde, modelde birimler arası korelasyonun olmadığı ifade edilmektedir. Hesaplanan olasılık değerine göre temel hipotez reddedilmekte ve modelde birimler arası korelasyon sorununun olduğu anlaşılmaktadır.
- Modified Bhargava vd. testi ve Baltagi-Wu testleri sonuçları 2’ye yakın olduğu için modelde otokorelasyon sorununun var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
- Tanı testlerinden elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde, ilgili ekonometrik sorunlar varlığında dirençli standart hatalar üretebilen Driscoll ve Kraay tahmincisi ile regresyon modeli tekrar tahminlenmiştir.

rezerv/dış borç ve cari açık değişkenlerinin bağımlı değişken olan doğrudan yabancı yatırımların açıklayıcısı olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, npl’de yüzde 1’lik bir artış meydana geldiğinde doğrudan yabancı yatırımlarda yaklaşık olarak yüzde 0.33’lük bir

artış; toplam rezerv/ dış borçlarda meydana gelen yüzde 1'lik bir artış doğrudan yabancı yatırımları yaklaşık olarak yüzde 0.42 arttırmakta ve cari açıklarda meydana gelen bir birimlik bir artış ise doğrudan yabancı yatırımları yaklaşık olarak yüzde 0.12 azaltmaktadır. Dolayısıyla, cari açığın doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde azaltıcı etkisi varken, npl ve dış borçların doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde arttırıcı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

5. SONUÇ

Uluslararası sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesinde bu ülkelerin iç dinamiklerinden kaynaklı çekici faktörler ve ülke dışından kaynaklanan itici faktörler etkili olmaktadır. İtici faktörler arasında ülkenin dış alemle bütünleşme ölçüsünü gösteren bölgesel işbirlikleri ve anlaşmaları, gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranlarının düşüklüğü ve ekonomik durgunluk sayılabilir. Çekici faktörler arasında ise sermaye kontrollerinin kalkması, finansal serbestleşme, coğrafi konum ve işgücü maliyetlerinin düşük seviyede olması sayılabilir.

1980'li yıllarda finansal serbestleşme sonrası uluslararası yatırımlarda önemli bir artış olmuş ve özellikle GOÜ'ler için büyüme yönünde önemli katkı sağlayacağı beklentisi hakim olmuştur. Ancak, 1990'lı yıllarda GOÜ'lere yönelik artan yabancı sermaye akımlarının ardından yaşanan finansal krizler, finansal istikrar kavramının önemini ortaya koymuştur.

Türkiye, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Meksika, Arjantin, Güney Afrika ülkeleri için finansal istikrarsızlık göstergeleri ile uluslararası sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi analiz ettiğimiz bu çalışmada, 2008-2019 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Modelde bağımsız değişken olarak cari açık/hasıla oranı, toplam rezerv/dış borç oranı ve takibe düşmüş krediler/ toplam krediler alınmıştır. Panel veri analizi yöntemlerinden tek yönlü sabit etkiler modeli kullanılmış olup regresyon tahmininde Driscoll- Kraay tahmincisi kullanılmıştır.

Model sonuçlarına göre doğrudan yatırımlar ile cari açık/hasıla oranı arasında ters yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Takibe düşmüş krediler/toplam krediler oranı ve toplam rezervler/toplam dış borç değişkeni ile anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur. Doğrudan yatırımlar ile cari açık arasında ters yönlü ilişki çıkması literatürle de uyumludur. Finansal istikrarsızlık göstergelerinden olan cari açıklardaki artış, yatırım ortamını bozmaktadır. Yine aynı şekilde toplam rezervler/toplam dış borç oranı ile doğrudan yatırımların aynı yönlü olması, beklendiği gibi ve de literatürle uyumludur. Reel ekonomide kötüye gidüş göstergesi olan takipteki kredi oranı ile doğrudan yatırımların pozitif ilişkili olması dikkat çekicidir. Bu ilişki yabancı yatırımcının, yerli firmaların zor durumda olduğunu takipteki kredilerdeki artıştan görerek satın alımlar yoluyla piyasayı ele geçirmeyi amaçladığı şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca takipteki kredilerin artışı, şirketlerin borçlarını ödemede zorlandıkları dolayısıyla mali yapılarının zayıfladığının göstergesidir. Firmalarının mali yapılarının bozulduğu dönemlerde yabancı bir yatırımcıyla ortaklık firmalar için çıkış yolu olarak görülebilir. Burada hükümetlere düşen görev, yerli firmaları destekleyerek yabancı yatırımcının iç piyasada monopol gücü kazanmasını engellemektir. Yaşanılan her krizle yerli sermayenin yabancıların eline geçtiği düşünülürse, GOÜ'ler, yabancı sermaye çekmek için değil, yerli sermayeyi korumak için finansal istikrarı öncelikli hedef olarak belirlemelidir. Takipteki krediler ile DYY arasındaki pozitif ilişkiye dayalı olarak, DYY'lerin bir nevi finansal istikrarsızlıktan beslendiği söylenebilir. Takibe düşen krediler ile DYY arasındaki aynı yönlü ilişki oldukça önemlidir. Bu sonuç GOÜ'lerde yaşanan ekonomik daralma ve bunun sonucunda ödeme güçlüğüne düşen firmaların yabancılar tarafından satın alındığı ya da piyasadadan çekilen yerli firmaların yaratacağı üretim boşluğunu doldurmak adına yatırım yapan yabancı yatırımcının ulusal piyasalarda önemli pazar payları kazandığı anlamına gelir. Her iki durumda da ülkenin sermayesinin el

değiştirdiği söylenebilir. Özellikle GOÜ'lere giren DYY'lerin finans sektörünü ağırlıklı olarak seçmeleri ülkelerin para politikalarının ve reel sektöre yönelik uygulanan politikaların etkinliğini sorgulanır hale getirir. Sadece finans sektörü değil tarım, sanayi ve hizmetler sektörlerinde de yabancı yatırımcının hakimiyeti ekonomi politikalarının etkinliğini kısıtlar.

GOÜ'ler sermaye birikimlerini tamamlamamaları nedeniyle yabancı yatırımlara bağımlıdır. Yaşanılan GOÜ krizleri bu ülkelerin ekonomik performanslarının dış kaynak girişine bağlı olduğunu göstermektedir. Ancak gerek 1990'lı yıllarda yaşanan GOÜ krizleri gerekse 2008 küresel krizi sonrasında sermaye hareketlerindeki istikrarsızlığın GOÜ'lere yansımaları, yabancı yatırıma bağlı ekonomik büyümenin sürdürülebilir olmadığını göstermiştir. Bu nedenle GOÜ'ler yabancı kaynak desteğiyle ekonomik büyümeyi

sağlamak yerine makro ekonomik istikrarı sağlamayı ve bunun içinde kurumsal sağlamlığı önceliklemelidirler. Aksi halde, özellikle ekonomiye reel anlamda katkı sağladığı düşünülen ve bu nedenle daha çok tercih edilen DYY'lerin girişleri yerli şirketleri ele geçirme ve ulusal piyasaların yabancılaşması gibi bir sonucu beraberinde getirecektir. UNCTAD tarafından yayımlanan Dünya Yatırım Raporu'nda COVID-19 Pandemisi nedeniyle mali durumu bozulan yerli şirketlerin yabancıların eline geçmesi yönündeki eğilimin artacağı öngörüsüne vurgu yapılmıştır. Bu öngörü çerçevesinde GÜ'ler önlem olarak DYY girişlerine karşı kısıtlayıcı düzenlemeleri artırmışlardır. Bu eğilim özellikle COVID-19 Pandemisi sürecinde ulusal paraları değer kaybeden GOÜ'ler için daha da şiddetli olabilecektir. Bu nedenle GOÜ'lerin DYY girişlerine ilişkin benzer düzenlemeleri devreye sokmaları ve/veya yerli şirketleri desteklemeleri kaçınılmazdır.

KAYNAKÇA

Aksu, M. ve Şakir, S. Aksu, A. (2018) Finansal İstikrar ile Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Ekonomisinde Bir Uygulama, *Anemon Muş Alparşan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 2018 6(ICEESS' 18) 195-200, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/545768>.

Albulescu, C., Brıcıu L. Ve Coroiu, S. (2010). "Determinants of Foreign Direct Investment in CEECS: The Role of Financial Stability", *Czech Economic Review*, 5(1): 27-45.

Azam, M. (2009). Economic Determinants of Foreign Direct Investment in Armenia, Kyrgyz Republic and Turkmenistan: Theory and Evidence. *Eurasian Journal of Business and Economics*. 3 (6): 27-40.

Çelik O. (1999). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*. Ankara: Turhan Kitabevi.

Day, G. S. (1981). The Product Life Cycle: Analysis and Applications Issues. *Journal of Marketing*, 45(4): 60-67.

Dinçer Ö. (2004). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*. İstanbul: Beta yayınları.

Fedderke, J. W. ve Romm, A. T. (2006). Growth impact and determinants of foreign direct investment into South Africa 1956-2003. *Economic Modelling*, 23, 738-760.

Garialdi, P, MORA, Nada, Sahay, R. ve Zettelmeyer, J. (2002). "What Moves Capital to Transition Economies? ", IMF Working Paper, No. WP/02/64.

Hadri, K. ve Kurozumi, E. (2012). A simple panel stationarity test in the presence of serialcorrelationand a commonfactor. *EconomicLetters*. 115(1): 31-34.

Harzing, A.W. (2002). *Acquisitions Versus Greenfield Investments: International Strategy And Management Of Entry Modes*, Strategic Management Journal.

IMF, (2003). *Annual Report: Making the Global Economy Work for All. IMF Board Paper.*

IMF (2007). Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual. 06.01.2021.

Kar, M. & Tatlısöz, F. (2008) Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi, *KMU İİBF Dergisi* 10(14). <https://dergipark.org.tr/en/-download/article-file/107432>.

Kazgan, G.(2000). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisat’ın Evrimi*. 9. Basım. Remzi Kitabevi, İstanbul.

Khachoo, A. Q. ve Khan, M. I. (2012). Determinants of FDI Inflows to Developing Countries: a Panel Data Analysis.

Hakayaka, K., Kimura, F. ve LEE, H. (2011). “How Does Country Risk Matter for Foreign Direct Investment?”, IDE Discussion Paper, 281: 1-30.

Henisz, W. J. (2002). *Politics and International Investment: Measuring risks and protecting profits*. Edward Elgar Publishing.

Koyuncu, F.T. (2010) Koyuncu, Türkiye’de Seçilmiş Makroekonomik Değişkenlerin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisinin Yapısal VAR Analizi: 1990-2009 Dönemi, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1), 55-62.

Köprücü, Y. (2017). Doğrudan Yabancı Yatırımların Teknolojik Yayılma ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 15(30), 105-122.

Levin, A. , C.F. Lin ve C-S.J. Chu (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*. 108(1): 1–24.

Onyeiwu, S. ve Shrestha, H. (2004), “Determinants of Foreign Direct Investment in

Africa”, *Journal of Developing Societies*, 20 (12),89, pp. 90–106

Özcan, B. ve Arı, A. (2010). Doğrudan yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği, *İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik*. 65–88, <https://core.ac.uk/download/pdf/6336567.pdf>.

Schinasi, G. (2004). Identifying Financial Stability, *IMF Working Paper*. 2004. 5-6.

Sahel, B., & Vesala, J. (2001). Financial Stability Analysis Using Aggregated Data. *Marrying the Macro-and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, 1, 160-185.

Van den End, J. W. (2006). *Indicator and Boundaries of Financial Stability*. *De Nederlandsche Bank*. Working Paper No. 97.

Vijayakumar, N., Sridharan, P., & Rao, K. C. S. (2010). Determinants of FDI in BRICS Countries: A panel analysis. *International Journal of Business Science & Applied Management (IJBSAM)*, 5(3), 1-13.

Yol, M. A. ve Teng, N. T. (2009). Estimating the Domestic Determinants of Foreign Direct Investment Flows in Malaysia: Evidence from Cointegration and Error-Correction Model. *Journal Pengurusan*, 28, 3-22.

UNCTAD, World Investment Report, 2020, https://unctad.org/system/files/official-document/WIR2020_CH3.pdf.

Yapraklı, S. (2006). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri Üzerine Ekonometrik Bir Analiz, *Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*. 21(2): 23-48

Woodford, M. (2012). *Inflation targeting and financial stability* (No. w17967). National Bureau of Economic Research.

Zekiwos, G. T. (2012). *Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to SubSaharan Africa: A Panel Data Analysis*. Master Thesis, Södertörns University.