

DOI: <http://doi.org/10.5281/zenodo.7992173>

Accepted: 28.05.2023

Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketleri ve Etki Eden Faktörler¹

Foreign Capital Movements to Developed and Developing Countries and Affecting Factors

Derya TÛTÛNCÛ HASBİ

Aydın Adnan Menderes Üniversitesi
deryattnchs@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8414-7880>

Umut EVLİMOĞLU

Aydın Adnan Menderes Üniversitesi
uevlimoglu@adu.edu.tr, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3708-432X>

Özet

Ülkeler açısından doğrudan yabancı yatırımları ve portföy yatırımlarını çekmek büyük önem taşımaktadır. Bunun sebebi; yabancı yatırımların büyüme, istihdam, ihracat, milli gelir, faiz oranları, döviz kuru gibi birçok makroekonomik unsur üzerinde yaratacağı olumlu etkilerdir. Ancak kıt olan bu yatırımları çekerken diğer ülkelerle rekabet halindedirler. Bu rekabette ülkeleri öne çıkaracak çeşitli unsurlar bulunmaktadır. Dolayısıyla yabancı yatırımcılar ülke seçiminde bu unsurları dikkate almaktadırlar. Kâr maksimizasyonu ilkesi ile hareket eden gerek doğrudan yatırımların, gerekse portföy yatırımlarının hangi ülkelere yöneleceğini belirleyen unsurlar; itici ve çekici faktörler olarak iki gruba ayrılmıştır. Bu çalışmanın amacı; doğrudan yatırımda ve portföy yatırımında bulunacak yatırımcıların yatırım yapacakları ülkeyi seçerken etkilendikleri itici ve çekici faktörleri ortaya koyarak, belirlenen yıllar kapsamında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere söz konusu yatırımların değişimini bu kapsamda nedenleriyle birlikte incelemek, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin karşılaştırmasını yaparak farklı sebeplerini ortaya koymaktır. Ayrıca bu yatırımları ülkelere çekmek isteyen ülkelere bir perspektif sunmaktır. Sonuç olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermayenin sadece ucuz emek yada faiz oranı gibi faktörleri dikkate almadığı bunların yanında birçok faktörü dikkate aldığı

¹ Bu çalışma Derya Tütüncü Hasbi'ye ait doktora tezinden üretilmiştir.

normal zamanlarda bu ülke gruplarına yönelen yatırımların farklı faktörleri öncelikle kriz dönemlerinde ise benzer şekilde hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Belirleyici Unsurlar.

Abstract

It is of great importance for countries to attract foreign direct investments and portfolio investments. The reason for this is the positive effects that foreign investments will have on many macroeconomic factors such as growth, employment, exports, national income, interest rates, exchange rate. However, while attracting these scarce investments, they are in competition with other countries. There are various elements that will make countries stand out in this competition. Therefore, foreign investors take these factors into consideration when choosing a country. The factors that determine which countries direct investments and portfolio investments, acting with the principle of profit maximization will be directed to divided into two groups as push and pull factors. The aim of this study is to identify the driving and attractive factors that investors who will make direct investments and portfolio investments are influenced by when choosing the country in which they will invest, to examine the changes in these investments in developed and developing countries within the specified years, to reveal the different reasons for the capital directed to developed and developing countries. It is also to offer a perspective to countries that want to attract these investments to their countries. As a result, it has been concluded that foreign capital entering developed and developing countries does not only consider factors such as cheap labor or interest rate, but also considers many factors, while investments directed to these country groups in normal times prioritize different factors, but act similarly in crisis periods.

Keywords: Foreign Direct Investments, Portfolio Investments, Determining Factors

GİRİŞ

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ilk olarak sanayi devrimiyle birlikte İngiltere ve Fransa gibi sanayileşmiş ülkelerin sömürgelerinde üretim yapılmaya başlamasıyla ortaya çıkmıştır. İlerleyen dönemde değişen dünya koşulları ile birlikte ekonomik entegrasyonun artması finansal liberalizm kavramının ortaya çıkmasıyla artmıştır. Finansal bağlamda uluslararası sınırların kaldırılması anlamına gelen finansal liberalizm; sermayenin uluslararası düzeye serbest dolaşımını desteklemiştir. Bunun sonucunda sermaye sahipleri karlılık oranlarını arttırmak amacıyla yüksek getiri sağlayan ülkelere portföy yatırımları gerçekleştirmeye başlamıştır.

Küreselleşmenin yaygınlık kazanmaya başlaması ile beraber, doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) özellikle emek yoğun üretim yapan gelişmekte olan ülkeler tarafından gereksinim duydukları sermaye ihtiyacını karşılamak amacıyla yoğun talep görmüştür. Bu

bağlamda gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin, gelişmekte olan ülkelere yatırımda bulunması ile birlikte bu ülkelere aynı zamanda yeni teknoloji girişi olmuştur. Bunun yanı sıra yeni üretim tekniklerinin ülkelerde kullanılması ve benimsenmesi ile birlikte üretim düzeyinde artış ve ekonomik büyüme sağlanmıştır. Ayrıca günümüzde sadece gelişmekte olan ülkeler değil gelişmiş ülkelerde DYSY çekmektedir.

Uluslararası portföy yatırımları da ülkelerin ekonomik büyümeleri açısından önem taşımaktadır. Özellikle portföy yatırımlarını çekmek isteyen gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğu sık sık finansal sistemlerini uluslararası değişimlere uygun hale getirmek amacıyla revize etmektedir. Uluslararası portföy yatırımları ile birlikte ev sahibi ülkelere bir döviz girişi söz konusu olmakta ve bu durum özellikle cari açığı bulunan gelişmekte olan ülkelerin bu açıklarını kapatmasında önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca bu türdeki yatırımların ev sahibi ülkede oluşabilecek bir risk ortamında ülkeyi kolaylıkla ve hızlı bir biçimde terk etmesi sonucunda zaman zaman ülkelerin finansal yapılarına zarar verdiği de unutulmamalıdır. Bunun yanı sıra çoğu zaman finansal sistemleri sağlam temeller üzerine kurulmayan ülkelerin krize sürüklenmesine ya da var olan bir krizin derinleşmesine de neden olabilmektedir.

Gerek DYSY gerekse portföy yatırımda bulunacak yatırımcılar; yatırım yapacakları ülkeyi birçok farklı açıdan değerlendirmektedirler. Yapılan bu değerlendirmeler sonucunda da yatırım yapılacak ülkeyi belirlemektedirler. Ülkeler de yatırım çekmek amacıyla; üretimlerini ve finansal piyasalarını yabancı yatırımlara açmak için çeşitli kolaylıklar sağlamakta ve yeni düzenlemeler yapma yoluna gitmektedir. Bu düzenlemelerin ne boyutta ya da hangi alanda yapılacağı ülkenin hangi yatırım türüne ev sahipliği yapmak istediğine bağlı olarak değişmektedir.

Bu çalışmanın amacı; doğrudan yatırımda ve portföy yatırımda bulunacak yatırımcıların yatırım yapacakları ülkeyi seçerken etkilendikleri itici ve çekici faktörleri ortaya koyarak, belirlenen yıllar kapsamında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere söz konusu yatırımların değişimini nedenleriyle birlikte incelemek, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin farklı sebeplerini ortaya koymaktır.

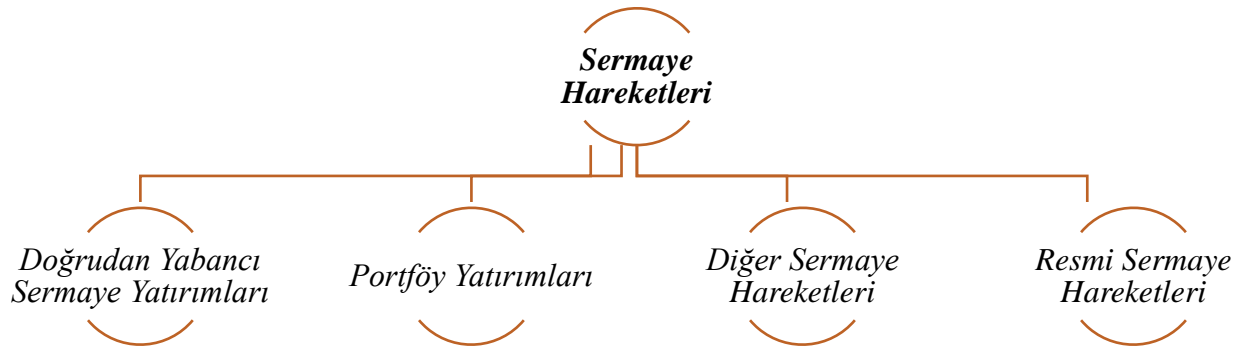
1. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE PORTFÖY YATIRIMLARI

Tarihsel perspektiften bakıldığında yabancı sermayenin 1.Dünya savaşı ile 1929 krizi arasında ve 1980'den sonraki süreçte daha hareketli olduğu söylenebilir. Özellikle 1980 yılından sonra hızlanan liberalizasyon sürecinde ülkeler bu yatırımları kendi ülkelerine çekebilmek için çeşitli adımlar atmışlardır. Uluslararası ekonomik sınırların giderek ortadan kalktığı günümüze kadar devam eden bu süreçte, uluslararası sermaye hareketleri kârlı bulduğu ülkelere doğru bir yönelim göstermiştir. Özellikle yabancı sermayeyi çekmek isteyen gelişmekte olan ülkelerin özelliklerinden

birisi sermayenin kıt buna karşın getirilerin yüksek olmasıdır. Sermaye hareketleri birçok farklı şekilde gerçekleşmektedir.

Şekil 1’de uluslararası sermaye hareketlerinin türleri gösterilmektedir. Buna göre uluslararası sermaye hareketleri 4 gruba ayrılmaktadır.

Şekil 1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri



Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir girişimcinin başka bir ülkedeki mevcut bir firmanın tamamını veya bir kısmını satın alması, sıfırdan yeni firma kurması şeklindeki uzun vadeli bir yatırım türüdür. Bunun yanısıra DYSY ev sahibi ülkeye; teknoloji, girişimcilik, yönetim ve organizasyon getirisi sağlamaktadır (Karluk, 2013:756).

Dış ülkelerde faaliyet göstermek isteyen firmalar bunu üç şekilde yapabilmektedir. Bunlardan ilki bu ülkelere ihracat yapma, ikincisi lisans anlaşmaları, üçüncüsü ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Lisanslamada; firma sahip olduğu marka, patent hakkını belirli bir süre için, belirli bir ücret karşılığında diğer ülkedeki bir firmaya geçici olarak devretmektedir. DYSY; ihracat ve lisanslamaya nazaran daha pahalı ve riskli bir dışa açılma yöntemidir. Çünkü DYSY bağlamında yatırımda bulunacak firma diğer ülkede faaliyette bulunmak amacıyla çok daha büyük yatırımlar yapmaktadır. Yabancı bir ülkede yatırım yapmak; ekonomik ve hukuki anlamda ortaya çıkabilecek durumlara karşı bünyesinde risk barındırmaktadır. Fakat yinede DYSY gerek firma sırlarının muhafaza edilmesi gerekse ürünün ülkeye girişi aşamasında oluşabilecek yasal sorunların bertaraf edilmesi ve hammaddeye kolay ulaşım sağlanması gibi nedenlerden dolayı tercih edilmektedir (Hill, 2013: 256-259).

DYSY; üretime yönelik yatırımlar oldukları için girdikleri ülkelere yeni teknolojilerin girmesini sağlamakta ve üretim kalitesini arttırarak genellikle bir yenilenme hareketi başlatmaktadırlar.

Ayrıca yabancı ülkeden ev sahibi ülkeye üretimde kullanılmak amacıyla makine gibi demirbaş getirilmesi, kalifiye işgücünün transferi doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımı, sadece sermaye olarak algılanmamalıdır.

Bir diğer yabancı sermaye türü olan uluslararası portföy yatırımları kabaca yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkedeki çeşitli menkul kıymetlere yapmış oldukları yatırımlar olarak ifade edilebilir. Bu bağlamda; bu tür yatırımlar, devlet ya da özel sektör tarafından piyasaya sunulan tahvilleri, bonoları, hisse senetlerini ve çeşitli sermaye piyasası enstrümanlarını kapsamaktadır (Claessens vd, 1995:153).

Brennan ve Cao (1997) çalışmalarında, 1980'li yılların başında yabancı yatırımcıların, uluslararası portföy yatırımlarına karşı daha tedirgin yaklaştıkları sonucuna ulaşmışlardır. Bu durumun temel nedenleri; işlem maliyetlerinin yüksekliği, siyasal risk faktörü, uluslararası sermaye hareketlerinin karşısındaki engellerin varlığı ve doğru bilgiye ulaşımın zor olması olarak sıralanabilir. Ancak özellikle 1990'lı yıllar sonrasında portföy yatırımlarında giderek bir artış yaşanmıştır. Bu tür yatırımların gelişmekte olan ülkeler tarafından dikkat çekmeye başlamasının iki önemli nedeni vardır. Birincisi önemli finansal kaynakların kurumsal yatırımcıların elinde toplanması ve finansal piyasaların giderek bir bütün haline gelmesidir. İkincisi ise teknolojik yeniliklerle birlikte uluslararası piyasa datalarına ulaşımın daha kolay hale gelmesidir (Türksever, 2001:53).

2. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ İTİCİ VE ÇEKİCİ FAKTÖRLERİ

İşletmelerin temel amacı kâr maksimizasyonudur. Bu amaca yönelik olarak firmaların kimi zaman faaliyet gösterdikleri ülkelerde üretim yapmaları yerine, farklı bir ülkede üretim yapmaları daha kârlı olabilmektedir. Yatırımcı firmaların, kendi ülkesinde üretim yapmak yerine diğer bir ülkede üretim yapmayı tercih etmesinin çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Çok uluslu şirketler çeşitli gümrük engellerini ve kısıtlamaları aşmak, ürün kalitesini kontrol etmek veya üretim tekniklerini paylaşmamak gibi sebeplerle doğrudan yatırım yapma yolunu seçmektedirler.

Doğrudan yabancı yatırımda bulunmak isteyen firmalar açısından ilk ve en önemli adım yatırımın gerçekleştirileceği ülkenin seçimidir. Firmalar; siyasal, ekonomik, finansal açıdan istikrarlı bir yapıya ve sahip belirli bir gelişmişlik seviyesine sahip olan, yabancı sermayeyi çekme yönündeki politikaları benimseyen ülkelere doğru yönelmektedir (DPT, 2000:36-37). Dolayısıyla ülkenin sahip olduğu sosyo-ekonomik koşullar önemli rol oynamaktadır. Tablo 1'de bu kriterler geniş bir şekilde verilmektedir.

Tablo 1. Yabancı Yatırımcıyı Ülke Seçiminde Etkileyen Etkenler

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

Kaynak: UNCTAD (1998) ve Krugell (2005)'den yararlanılarak yazarlarca oluşturulmuştur. Genel olarak ele alındığında ekonomik etkenler ev sahibi ülkenin ekonomik yapısı ile ilgili bilgi sahibi olmayı sağlarken, sosyo-politik etkenler ise ülkedeki sosyal ve politik yapının özelliklerini kapsamaktadır. İzleyen bölümde bu etkenlerin detaylarına değinilmiştir.

2.1. DSYS'yi Etkileyen Ekonomik Etkenler

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları uzun vadeli yatırımlar olarak nitelendirilmektedir. Bu nedenle ev sahibi ülkede ortaya çıkması muhtemel bir krizde bu tür yatırımların portföy yatırımlarında olduğu gibi hızlı bir şekilde ülkeden çıkması söz konusu değildir. Yabancı yatırımcılar yatırımda bulunmadan önce, ev sahibi ülke ekonomisiyle ilgili derinlemesine bir inceleme sürecine girmektedirler. Bu bağlamda; ülkedeki ekonomik istikrarı, enflasyon oranını, büyüme hızını, talep yapısını, pazarın büyüklüğünü, dış ticaret açığını, ödemeler dengesini, dışa

açıklık oranını, döviz kurunu, emeğin değerini ve verimliliğini, hammaddeye yakınlığını göz önüne almaktadırlar.

Ekonomik istikrar, yabancı şirketlerin, yatırım yapmak istedikleri ülke değerlendirmesinde ele aldıkları etkenlerin başında gelmektedir. Ekonomik istikrar, ev sahibi ülke ekonomisinde oluşabilecek bir risk durumunda dayanıklılığının göstergesidir. Ekonomik risk faktörü uzun vadeli yatırımlarda büyük önem taşımaktadır. Bu bağlamda yatırımda bulunulacak ülkenin ekonomik kriz geçmişi ve söz konusu krizler süresince uygulanan ekonomik politikaların başarısı ile krizden etkilenme ölçüleri incelenmektedir.

Enflasyon oranı, kapsamında ülkenin geçmişten günümüze enflasyon verileri yatırımcı şirketlere ülke ekonomisi hakkında bilgi vermektedir (Candemir, 2006:70-71). Örneğin: ülkenin kronik enflasyon sorunu yaşaması halinde ülkenin ekonomik olarak yüksek risk içerdiği sonucuna ulaşılabilmektedir. Bunun en önemli nedeni yüksek enflasyonun üretim maliyetini arttırmasıdır. Dolayısıyla da ülkeye yabancı yatırım girişi negatif yönde etkilenmektedir. Fakat buna rağmen yatırımcının söz konusu ülkede yatırım yapmayı seçmesi halinde, yatırımcılar bu riski göze almaktadır. Böyle bir durumda ise yatırımcılar ürünün değerini daha yüksek fiyatlandırarak olası bir zararı bertaraf edecektir.

Büyüme oranı, Agodo (1978)'ya göre, doğrudan yabancı sermaye yatırım kararını etkileyen temel faktör büyüme oranıdır. Söz konusu ülkenin istikrarlı ve yüksek bir büyüme oranına sahip olması, bir yandan pazarın büyümesine diğer yandan riskin düşmesine neden olmaktadır. Bunun yanı sıra genellikle ev sahibi ülke nüfusunun gelir düzeyi, büyüme oranı ile aynı doğrultuda ilerlemektedir. Gelir düzeyinin, dolayısıyla da toplam talebin artması bu talebi karşılamak için yatırım yapan şirketler açısından fırsatlar yaratmaktadır. Yani yabancı yatırımcılar, o ülkenin gelecekteki potansiyel yüksek büyüme oranlarını ve gelir artışlarını göz önünde bulundurarak bu talebi karşılamak için üretimde bulunmayı tercih etmektedir. Bu durum bir yandan o ülkede üretilen mal ve hizmet miktarının artması yoluyla diğer yandan ise gelir (talep) artışları yoluyla büyüme üzerinde olumlu etki yaratmaktadır.

Talep yapısı yani insan faktörü; Tocar (2018)'a göre, yatırımcının ev sahibi ülke seçimini etkileyen en önemli faktörlerdendir. Çünkü piyasa talebini tüketici belirlemektedir. Ayrıca kişi başına düşen milli gelirden ülkenin üretim seviyesini ve üretim çeşidini yönlendirmektedir. Jordaan (2004) ve Liu (2008) çalışmalarında, yüksek kâr elde etmek için yabancı yatırımcıların satın alma gücü yüksek olan ülkeleri tercih ettikleri sonucuna varmışlardır. Ev sahibi ülkede varolan tüketici tercihleri de ülkenin talep yapısına yönelik yabancı yatırımcılara fikir vermektedir. Dolayısıyla

yatırımcılar ilk olarak üretilecek olan ürünün ülkede talep görüp görmeyeceğini değerlendirmektedir. Özellikle ülkenin talep toplumu olması ya da marjinal tüketim eğiliminin yüksek olması belirleyici rol oynamaktadır. Çünkü talep toplumlarında tüketici yalnızca ihtiyaçlarını karşılamak yerine lüks tüketime de yönelmektedir. Günümüzde yaygın hale gelen böylesi durumlarda ürünü pazarlamak yatırımcılar açısından daha kolay bir hal almaktadır.

Piyasa büyüklüğü, ev sahibi ülkedeki ürüne olan talebin fazlalığını göstermektedir. Piyasa büyüklüğü sayesinde yabancı yatırımcılar üretim düzeyini artırarak, ölçek ekonomisinden faydalanmakta ve maliyetlerini minimum düzeye indirmektedir. Bu nedenle de yabancı yatırımcılar için yatırım yapılacak ülkedeki piyasanın büyüklüğü önemli unsurlardan biridir (Wheeler ve Mody, 1992:66; Liu, 2008:74). Piyasa büyüklüğünün DYSY'ler üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla Sharma ve Bandara (2010) yaptığı çalışmada büyük piyasa hacmine sahip ülkelerin DYSY'ler tarafından daha çok tercih edildiği vurgulanmıştır. Bunun en önemli nedeni; DYSY'lerin ülkelerin ölçek ekonomilerinden yararlanmak istemesi olarak ifade edilmiştir.

Dış ticaret açığı ve ödemeler bilançosu, en genel şekilde ele alındığında yatırıma ev sahipliği yapacak ülkenin ihracatının fazla olması ve üretilen ürünün yoğun talep görmesi söz konusu ülkenin dış ticaret yapısını ve başarısını göstermektedir.

Dışa açıklık, Charkrabarti (2001)'e göre, yabancı yatırımcılar dışa açık ekonomi politikasını benimseyen ülkelerde üretim gerçekleştirmekte ve böylece küresel pazarda daha fazla taleple karşılaşmaktadır. Ayrıca bu durumda yatırımcılar rekabet gücüne karşı yenik düşmemek amacıyla sürekli kendini yenileyerek kâr oranını arttıracaktır. Öte yandan Jordaan (2004) dışa açıklık oranının, DYSY üzerine olan etkisinin yatırım türüne bağlı olarak farklılık gösterdiğini belirtmiştir. Ayrıca hükümetlerin uyguladığı yüksek gümrük vergilerinin ve çeşitli ithalat kısıtlamalarının kimi zaman doğrudan yatırımlar üzerinde yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkede bulunmasının ayrıcalık sağlayacağından dolayı pozitif etki yarattığı söylenebilir. Bu gibi durumlarda yabancı şirketler ithalat bariyerlerine takılmak yerine o ülkede firma kurarak faaliyet göstermeyi tercih edebilmektedir.

Döviz kuru ve yerel para birimi, Lucas (1993)'e göre, yabancı yatırımcılar yatırımlarını ev sahibi ülkenin para birimi ile gerçekleştirdiklerinden dolayı ülkenin para birimindeki dalgalanmalar, yabancı yatırımcının mali yapılarını olumsuz yönde etkilemekte ve kâr oranlarını azaltmaktadır. Ayrıca ülke para biriminin diğer para birimleri karşısında aşırı değerli durumda olması ürünlerin ihracatını negatif olarak etkilemektedir. Bundan dolayı da döviz kurunun istikrarlı bir yapıya sahip olması ve ülkelerin bu doğrultuda izledikleri politikalar yabancı yatırımcılar açısından önemlidir.

Emeğin değeri ve verimliliği, üretim sermaye yoğun üretim ve emek yoğun üretim olmak üzere iki farklı şekilde gerçekleşmektedir. DYSY kararı alan yatırımcılar üretim tarzını belirleyerek bu doğrultuda ev sahibi ülke seçiminde bulunmaktadır. Bu durumda emek yoğun üretim gerçekleştirmek isteyen yabancı yatırımcılar çoğunlukla emeğe verilen ücretlerin nispeten düşük olduğu ülkelerde faaliyet göstermek istemektedir (Liu, 2008:75; Bevan ve Estrin, 2000:26; Wheeler ve Mody,1992:66). Emek yoğun üretimi tercih eden yatırımcıların özellikle son yıllarda üretimlerini Çin’de gerçekleştirmeleri bu alanda verilebilecek en iyi örnektir. Yabancı firma böylelikle üretimde en önemli girdisi olan emeğin maliyetini azaltarak kâr oranını arttırmaktadır. Öte yandan bazen yatırımcılar açısından emek maliyetinden çok emeğin niteliği önemli olabilmektedir. Bu gibi durumlarda nitelikli işgücüne sahip ve eğitim düzeyi yüksek ülkeler tercih edilmektedir ve özellikle eğitim maliyeti minimum düzeye indirilmektedir. Fakat Addison ve Heshmati (2003)’e göre, ev sahibi ülkenin sahip olduğu işgücünün eğitim seviyesi ile yabancı yatırımlar arasında negatif bir ilişki vardır. Çünkü işgücü nitelikli hale geldikçe fiyatı da aynı doğrultuda artmaktadır. Bu gibi durumlarda yabancı yatırımcılar vasıfsız ve ucuz işgücüne sahip ülkeleri tercih etmektedir. Diğer yandan işgücünün eğitim düzeyinin yükselmesi, işgücünün verimliliğinde de artış sağlayarak bu maliyet artışını dengeleyebilir.

Hedef pazara ve hammaddeye yakınlık, kimi zaman yabancı yatırımcılar üretim aşamasında hammaddeyi kendi ülkesine taşımak istememektedir. Bu gibi durumlarda taşıma maliyetini üstlenmek yerine hammaddenin bol ülkede yatırım yapmayı tercih etmektedir. Bazen de yine taşıma maliyetini minimuma indirmek için hedef pazara yakınlık önem taşımaktadır.

Sanayileşme düzeyi, küreselleşmenin gelişim göstermesi ile birlikte DYSY kararlarında büyük rol oynamaya başlamıştır. Yabancı yatırımcılar sanayileşmesini tamamlayan ülkelere yatırım yaparak daha yüksek kâr elde etmeyi hedeflemektedir. Bu durumda yatırımlar çoğunlukla gelişmiş ülkelere yönelmektedir (Jones ve Wren, 2006:48). Özellikle gelişmiş ülkelerdeki teknoloji seviyesinin, işgücünün niteliğinin ve Ar-ge faaliyetlerine verilen önemin yüksek olması gibi sebepler yabancı yatırımların gelişmiş ülkelere doğru yönelmesini sağlamaktadır. Bu ülkelere yönelik yatırımlarda teknoloji transferine ya da nitelikli işgücü transferine gerek yoktur. Yatırımcı firma direkt olarak ev sahibi ülkede yatırımı gerçekleştirmekte ve sadece eksik bulunduğu donanımları sağlamakta ve faaliyetine başlamaktadır.

Vergiler, DYSY kararında en fazla üzerinde durulan konular arasında yer almaktadır. Öte yandan vergiler ev sahibi ülkenin en önemli gelir kaynağıdır. Yabancı yatırımcılar üretim yapacağı ülkeyi seçerken o ülkedeki vergi oranlarını yakından takip etmektedir (Tang (2011). Çünkü yatırım yapılacak ülkedeki kurumlar vergisi oranlarının ya da üretilen ürünler üzerinden alınan dolaylı

vergi oranlarının yüksek olması firmaların karlılıklarını azaltmaktadır. Böyle bir durumda, yabancı yatırımcılar yatırım için farklı ülkeler aramaktadır. Ayrıca vergi oranlarının sıklıkla değiştirilmesi geleceğe yönelik bir belirsizlik yaratmakta ve yatırımların başka ülkelere yönelmesine sebep olmaktadır.

Gümrük tarifeleri, özellikle son yıllarda ticari sınırların ortadan kalkmasına yönelik olarak ülkeler kendi aralarında gerek ticari anlaşmalar gerekse gümrük tarifeleri anlaşmaları yapmaktadır. Böyle bir durum, anlaşma içerisinde olan ülkelere olumlu yönde etki sağlarken anlaşma dışında olan ülkeleri olumsuz etkilemektedir. Özellikle çok uluslu firmalar ticaret maliyetlerini minimuma indirebilmek amacıyla gümrük tarifesi yüksek olan ülkelere ihracat yapma yönteminin yerine, o ülkede üretimde bulunmayı seçmektedir. Diğer taraftan eğer ev sahibi ülkenin tarife oranlarının düşük olması halinde; yabancı yatırımcılar söz konusu ülkeye yatırımda bulunmak yerine ihracat yapmayı tercih etmektedir (Liu, 2008:75-76).

2.2. DSYS'yi Etkileyen Sosyo-Politik Etkenler

DYSY kararı alınırken, yabancı yatırımcılar, yalnızca ülkelerin ekonomik göstergelerini değerlendirmemektedir. Bunların yanı sıra ülkelerin sosyo-politik durumları da yatırımcılar açısından önem taşımaktadır. Bu bağlamda yabancı yatırımcılar ülkelerin; dış ticaret politikalarını, uluslararası anlaşmaları, piyasaya giriş engellerini, ülkelerin verdikleri yatırım teşviklerini, yatırım promosyonlarını, yatırım sonrası hizmetlerini, ülke riskini, politik istikrarı, devlet düzenlemelerini, alt yapı sistemlerini, sermaye ve kâr payının transferini, yaşam koşullarını değerlendirmektedirler.

Hükümetlerin dış ticaret politikaları kapsamında yabancı yatırımcılar, üretimde bulunmayı planladıkları ülkelerin, imzaladıkları uluslararası anlaşmalara, ülkeye giriş-çıkış engellerine bakmaktadırlar. Kimi zaman yabancı yatırımcılar üretimde bulunacağı ev sahibi ülkeye hammadde veya ara mallardan bir ya da birkaçını başka bir ülkeden getirmektedir. Böyle bir durumda ev sahibi ülkenin uygulamış olduğu gümrük tarifeleri ve bu kapsamdaki dış ticaret politikaları yabancı yatırımcılar için önem taşımaktadır. Diğer yandan yabancı yatırımcının ürünün nihai halini ev sahibi ülke dışına çıkarmak istemesi halinde oluşabilecek sorunlarda detaylı bir şekilde incelenmektedir (Culem, 1988:900).

Agiomirgianakis vd. (2003)'e göre, çoğunlukla hükümetler yabancı yatırımları, büyüme ve işsizlikle mücadelede bir araç olarak görmekteler ve yabancı yatırım akışını sağlamak amacıyla çeşitli politikalar uygulamaktadırlar. Bu bağlamda; tarifeleri, vergileri, sübvansiyonları çeşitli teşvikleri kullanabilmektedirler. Ayrıca özelleştirmeler de bir araç olarak kullanılabilirler.

Yatırım teşvikleri, hükümetler tarafından çoğu zaman DYSY'ye ev sahipliği yapabilmek amacıyla uygulanan politikaların başında gelmektedir. Yatırım teşvikleri arasında yer alan “vergi tatilleri” gelişmekte olan ülkelerde, yabancı yatırımcıları çekmek için yaygın olarak kullanılan yöntemlerden birisidir. Bu uygulama temelde bir vergi teşvikidir. Bu uygulama ile bir ülkeye ilk kez yatırım yapan firmalar, belirlenen bir süre içerisinde, kurumlar vergisi ödememekte yani muaf olmaktadır. Eğer bu konuda daha fazla teşvik verilmek istenirse yabancı yatırım yapan şirketler sınırlı bir süre için diğer bazı vergi türleri ve kesintilerden de muaf tutulabilmektedir.

Ayrıca hükümetler; yabancı yatırımları belli bir sektöre veya ülkenin belli bir bölgesine çekmek için genel vergi rejiminden farklı olarak farklı (düşük) bir kurumlar vergisi oranı belirleyebilmektedirler (UNCTAD, 2000:19-22). Devletler özellikle bu teşviki ülkelerin gelişmemiş bölgelerinin kalkınmasını sağlamak için sunmaktadır.

Ülke riski, yabancı yatırımcının yatırım ve üretim süresince zarara maruz kalmamak amacıyla değerlendirdiği faktörler arasındadır. Ülke riski kimi zaman egemenlik riski ya da politik risk olarak nitelendirilse de esasen üçü de farklı anlamlara gelmektedir. Ülke riski geniş bir anlam ifade etmektedir. Bu bağlamda, ülkenin sahip olduğu ekonomik risklerinin, finansal risklerinin ve siyasi risklerinin hepsini kapsamaktadır.

Yabancı yatırımcılar, yatırım yapacakları ülkeyi seçerken ülke riskini incelemekte ve bu riski makro ve mikro düzeyde ele almaktadırlar. Makro risk değerlendirmesinde, yabancı yatırımcılar ev sahibi ülkedeki sektörel durumu dikkate almadan ülkenin ekonomik ve politik verilerini incelenmekte yani ülkenin genel risk durumunu değerlendirmektedir. Mikro risk değerlendirmesinde ise yabancı yatırımcılar ülkenin politik ve ekonomik durumundan ziyade ev sahibi ülkede faaliyet gösteren sektörleri değerlendirmektedir. Moosa (2002)'ya göre özellikle mikro risk değerlendirmesi makro risk değerlendirmesine nazaran daha büyük öneme sahiptir. Ayrıca ülkenin istikrarsız bir coğrafyada bulunması, komşularıyla olan ilişkilerinden kaynaklanan savaş riskleri ya da iç karışıklıklardan kaynaklanan olası riskler de yatırımcımlar tarafından değerlendirilen ülke riski kapsamında yer almaktadır.

Devlet düzenlemeleri, Ülkenin yapısal olarak sahip olduğu düzenlemeler ve piyasalara yönelik regülasyonlar özel sektöre yatırım yapacak firmaları yakından ilgilendirmektedir. Bu nedenle iyi düzenlenmiş ve iyi işleyen piyasalar yabancı yatırımcılar açısından önem taşımaktadır. Öte yandan devletin yaptığı söz konusu düzenlemelerin piyasanın işleyişini bozacak ya da kısıtlayacak nitelikte olması durumu ise firmalar açısından tercih edilmeyen bir durumdur. Dolayısıyla devletin piyasalara yönelik yapmış olduğu bu düzenlemeler firmaların daha rahat veya daha kısıtlı davranmasına neden olduğu için yabancı yatırımcılar tarafından dikkate alınmaktadır (Tocar,

2018:175). Özellikle yatırım yapılacak sektörde devlete ait firmaların de mal veya hizmet üretimiyle uğraşması, zaman zaman devletin kâr maksimizasyonu ilkesi yerine fayda maksimizasyonu ilkesi ile hareket etmesi haksız bir rekabet ortaya çıkarabilecek ve kâr marjlarında düşüş yaratabilecek olması da değerlendirme kapsamına girmektedir.

Alt yapı sistemleri, bir ülkenin sahip olduğu haberleşme ağı, ulaşım ağı, iletişim ağı ve diğer altyapı unsurları üretimin ticaretin daha kolay yapılabilmesi için ön koşullardan biridir. Yabancı yatırımcılar, özellikle üretim ve dağıtım süresince herhangi bir sorunun ortaya çıkmaması için seçtiği ülkenin alt yapı sistemlerini detaylı bir şekilde incelemektedir. Khachoo ve Khan (2012) gelişmiş alt yapı sistemine sahip ülkelerin yabancı yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiği sonucuna ulaşmıştır.

Sermaye ve kâr payının transferi, yabancı yatırımcılar, üretim sonucu kazanılan kârların ana merkeze veya bir başka ülkeye transfer edilmesinin önünde engel bulunmamasını dikkate almaktadır. Çünkü yabancı yatırımcılar çoğu zaman bir ülkedeki faaliyetlerinden elde ettikleri kârları, kendi ülkelerine kolay bir şekilde transfer etmek istemektedirler. Bazı ülkelerin bu duruma yönelik yapmış olduğu düzenlemeler, sınırlamalar veya hukuki yaptırımlar olabilmektedir. Böylesi bir durumda yatırımcılar kazançlarını ev sahibi ülkede farklı bir firma kurarak değerlendirmek zorunda kalmaktadır. Dolayısıyla da yatırımcı firma bunu göz önünde bulundurarak ev sahibi ülke seçimine karar vermektedir.

Sosyal ve ahlaki yapı, bazen çok uluslu şirketler, kültür farkı nedeniyle ortaya çıkabilecek sorunlardan ötürü kendilerini yabancı olarak hissedecekleri bir pazarda yer almayı tercih etmemektedir. Bu nedenle de özellikle sosyal, ahlaki ve kültürel bakımdan kendilerine benzer nitelikleri olan ülkelere yatırım yapmayı seçebilirler (Benito ve Gripsrud, 1991:467; Tocar, 2018:184). Brouthers ve Brouthers (2001) kültürel yakınlığın yabancı yatırımın ülkeye giriş şekli üzerinde de önemli bir etki yarattığını belirtmişlerdir. Bu bağlamda yabancı yatırımcılar çoğunlukla benzer kültürel özelliklere sahip olan ülkelere yatırım yaparken sıfırdan fabrika kurma yolunu tercih ederken; farklı kültürel özelliğe sahip bir ülkeye yapacağı yatırımlarda o ülkedeki bir firmayla ortaklık kurma yöntemini tercih edebilmektedir.

3. ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARININ İTİCİ VE ÇEKİCİ FAKTÖRLERİ

Küresel olarak 1980 yılı sonrasındaki süreçte çeşitli ülkelerde sermayenin önündeki engellerin ortadan kalkmaya başlaması ile beraber portföy yatırımlarının uluslararasılaşması hızlanmış, parasal yatırımların gidebileceği bir çok yeni alan ortaya çıkarmıştır. Ülkeler de bu tür yatırımları

kendilerine çekebilmek için bir rekabet içerisine girmişlerdir. Bu bağlamda parasal hareketliliği engelleyici unsurları ortadan kaldırarak sermayenin ülkeye çekilmesi, ekonomik kalkınmanın sağlanması ve küresel ölçekte yer alınması amaçlanmıştır (Singhania ve Saini, 2017:2).

Uluslararası portföy yatırımlarını belirleyen faktörler; itici ve çekici faktörler olarak iki grupta ele alınmaktadır. İtici faktörler genel olarak ev sahibi ülke ekonomisi dışındaki uluslararası ekonomik konjonktürden kaynaklanan faktörler olarak ifade edilmektedir. Bunlar hem uluslararası portföy yatırımcısının ülkesini hem de dünya ekonomik güçlerini kapsamaktadır (Oke vd., 2020:35). Bununla birlikte küresel düzeydeki faiz oranlarının düşük olması ve gelişmiş ülke ekonomilerinin durumu da itici faktörler arasındadır. Çoğunlukla G.O.Ü'ler portföy yatırımlarını çekebilmek için faiz oranlarını diğer ülkelere göre nispeten yüksek belirlemektedir. Bu bağlamda yatırımcılar portföy yatırımı çekmek isteyen ülkedeki faiz oranları ile dünya faiz oranlarını karşılaştırmakta ve ülkenin risk durumunu değerlendirerek hareket etmektedirler (Oke vd., 2020:35).

Yatırımcıları yeni ülkeler aramaya diğer bir itici unsur kendi ülkesinde var olan ekonomik, finansal ve yapısal koşulların olumsuz yönde olması ve ülkenin finansal yapısının şeffaflıktan uzak olmasıdır. Çünkü söz konusu olumsuz koşullar, ülkede belirsizlik ve yoğun riske neden olmaktadır. Bu nedenle bünyesinde yoğun risk barındıran ülkelerde yaşayan yatırımcılar, portföy yatırımında bulunmak için bir başka ülkeyi tercih etmektedir. Ayrıca kendi ülkesindeki finansal piyasaların derinliğe sahip olmaması yada yatırım yapacak enstrüman sayısının azlığı da yatırımcıları uluslararası düzeyde yatırım yapmaya yönelten diğer önemli etkenlerdir.

Finansal ve sosyo-politik olarak yapısal sorunlar yaşayan ülkeler riskli ülkeler kapsamında yer almaktadır. Eun ve Resnick (2002)'e göre, özellikle bu gibi ülkelerde portföy yatırımcılarının çoğu riski dağıtmak için portföylerini çeşitlendirme yolunu tercih etmektedir. Bunun amacı; farklı ülkelere yatırım yaparak riski minimuma indirmek ve bir ülkede bir olumsuzluk yaşanması halinde bu durumdan en az oranda etkilenmektedir. Bu gibi riskli ülkeler yabancı portföy yatırımına ev sahipliği yapabilmek amacıyla ülke faiz oranını uluslararası faiz oranından yüksek düzeyde belirlemektedir. Yüksek faiz oranının yatırımcıya cazip gelmesi halinde yatırımcılar, ülke riskini de göze alarak portföy çeşitlendirmesi yoluna gitmektedirler. Böyle bir durumda yatırımcılar portföyünün yalnızca bir kısmı ile yüksek faiz kazanmak amacıyla söz konusu riskli ülkede yatırımında bulunmaktadır.

Yatırımcıları uluslararası portföy yatırımlarına yönelten çekici faktörler ise yatırıma ev sahipliği yapmak isteyen ülkenin olumlu koşullarıdır. Portföy yatırımlarının çekici faktörleri birçok farklı şekilde değerlendirilebilmektedir. Gossel ve Biekpe (2015) hükümetlerin uygulamış oldukları

politikaların, ticari liberalizasyonların, özel tüketim oranlarının, ülkelerin risk primlerinin ve kurumlaşma unsurlarının portföy yatırımları için çekici faktörler olduklarını belirtmişlerdir. Bunların yanı sıra Kar ve Tatlısöz (2008), ulaşım ve haberleşme ağının gelişimi, sermaye hareketlerinin önündeki engellerin ortadan azaltılması, ekonomik serbestleşme, reel faiz oranlarının yüksekliği, vergi oranlarının seviyesi, büyüme oranı, sermaye piyasalarının derinliği ve şeffaflığı, finansal sistemin sağlam bir yapıya sahip olması, uygulanan döviz kuruna yönelik uygulanan politikaların başarısı ve son olarak ülkedeki makroekonomik ve politik istikrarı diğer çekici faktörler olarak belirtmişlerdir. Benzer şekilde Calvo vd. (1994) ise portföy yatırımları üzerinde çekici etki yaratacak unsurları, devletin maliye politikalarında, döviz kurunda ve enflasyonda istikrar sağlaması, sermaye piyasalarının liberalizasyonu şeklinde belirtmişlerdir. Özellikle döviz kurunun istikrarı uluslararası portföy yatırımları açısından büyük önem teşkil etmektedir. Çünkü portföy yatırımcısı, yatırımını ev sahibi ülke para birimi ile gerçekleştirmekte ve bu nedenle de ev sahibi ülkede herhangi bir döviz kuru riski ortaya çıktığında yatırım ülkeyi kolaylıkla terk edebilmektedir.

Kaur ve Dhillon (2010) borsa getirilerinin, piyasa değerinin, ekonomik liberalizasyonun ve ülkenin ekonomik büyümesinin portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediğini tespit belirtmişlerdir. Çünkü liberalleşmeyi benimseyen ülkelerin bu bağlamda düzenleyici reformlar uygulaması ülke riskini asgari düzeye indirmektedir. Öte yandan Gooptu (1994) çalışmasında portföy yatırımları çekme konusunda rekabetin boyutunu irdelenmiştir. Çalışmada finansal serbestleşme nedeniyle ülkeler arası rekabetin yüksek düzeyde olduğu bu yüzden ülkelerin portföy yatırımlarını çekebilmek için finansal ve kurumsal reformlar uygulaması ve bu reformların kalıcı hale getirilmesinin gerekli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Wesso (2001) yaptığı çalışmada portföy yatırımlarının yüksek enflasyon ve bütçe açıklarından negatif yönde; buna karşın güçlü ekonomik büyümeden ve faiz oranlarının yüksekliğinden ise pozitif yönde etkilendiğini tespit etmiştir.

Literatürde genellikle itici faktörler dışsal faktörler olarak nitelendirilirken çekici faktörler ise içsel faktörler olarak nitelendirilmektedir. Portföy yatırımlarının ülkelere hangi unsurlara bağlı olarak (içsel ya da dışsal unsurlar) girdiği ülke açısından önem taşımaktadır (Yıldız, 2012:25). Portföy yatırımının giriş nedeninin dışsal bir faktörden kaynaklanması halinde ev sahibi ülke finansal politikalarında herhangi bir değişiklik gerçekleştirmemektedir. Öte yandan uluslararası portföy yatırımının ülkeye içsel nedenlerle girmesi halinde ise ev sahibi ülke bu bağlamda finansal politikalarını revize etme yoluna gitmektedir.

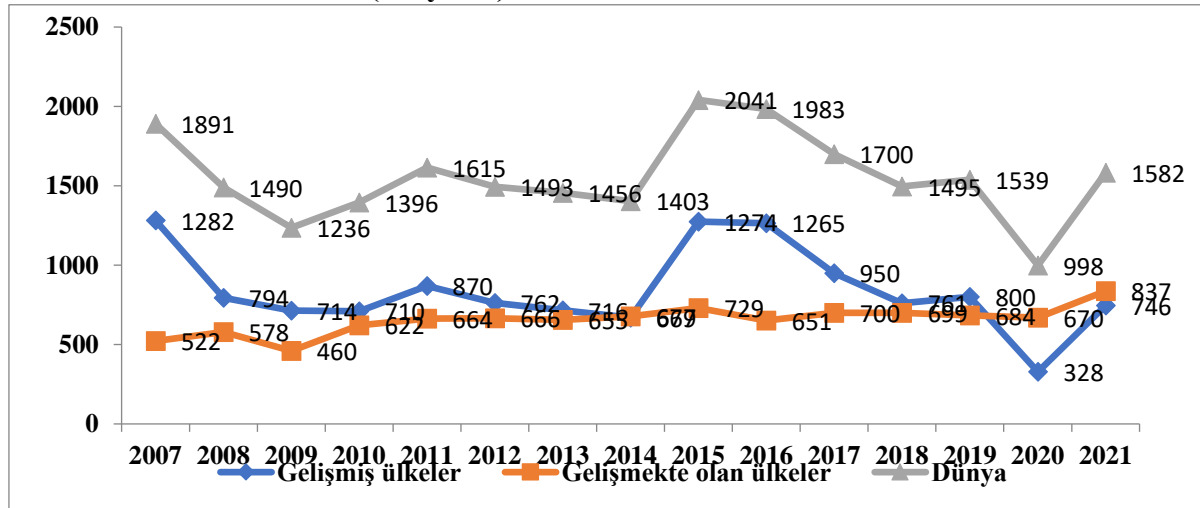
Sonuç olarak; gerek dışsal gerekse içsel etkenler portföy yatırımlarının ev sahibi ülke seçiminde büyük önem taşımaktadır. Uluslararası portföy yatırımlarında itici veya çekici faktörlerden hangilerinin daha baskın geleceğine yabancı yatırımcılar karar vermektedir. Çoğunlukla ülkelerin

sahip olduğu içsel etkenlerin, portföy yatırımlarının yönünde daha büyük bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğu portföy yatırımlarını çekmek amacıyla değişen dünya koşullarına uyum çerçevesinde finansal sistemlerini revize etmektedir. Bunun en önemli nedeni bu ülkelerin uluslararası finansal sistemde yer almak istemeleri ve ülkelere para akışını sağlamak istemeleridir.

4. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK GERÇEKLEŞEN DYSY VE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI

Dünyadaki ülkelerin gelişmişlik düzeyleri farklılık göstermektedir. Genel olarak dünya ülkeleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olarak iki temel grupta ele alınmaktadır. Yabancı sermaye yatırımları girişleri özellikle gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınmalarında anahtar niteliğindedir. Bunun yanı sıra DYSY ve portföy yatırımları özellikle son dönemlerde gelişmiş ülkeler tarafından da talep edilmektedir. Fakat gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik gerçekleşen yatırımlar büyük ölçüde farklılıklar göstermektedir. Çünkü ülkelerin ekonomik koşulları, finansal yapıları, sosyo-kültürel özellikleri ve siyasi yapıları aynı zamanda ülkeye giren sermaye türünü de etkilemektedir. Örneğin emek yoğun üretim gerçekleştirecek olan yatırımcılar özellikle gelişmekte olan ülkeleri tercih etmektedir. Portföy yatırımları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere yönelirken, özellikle yatırımcıların risk almak istemediği takdirde sağlam finansal yapıya sahip gelişmiş ülkeleri tercih ettiği söylenebilir.

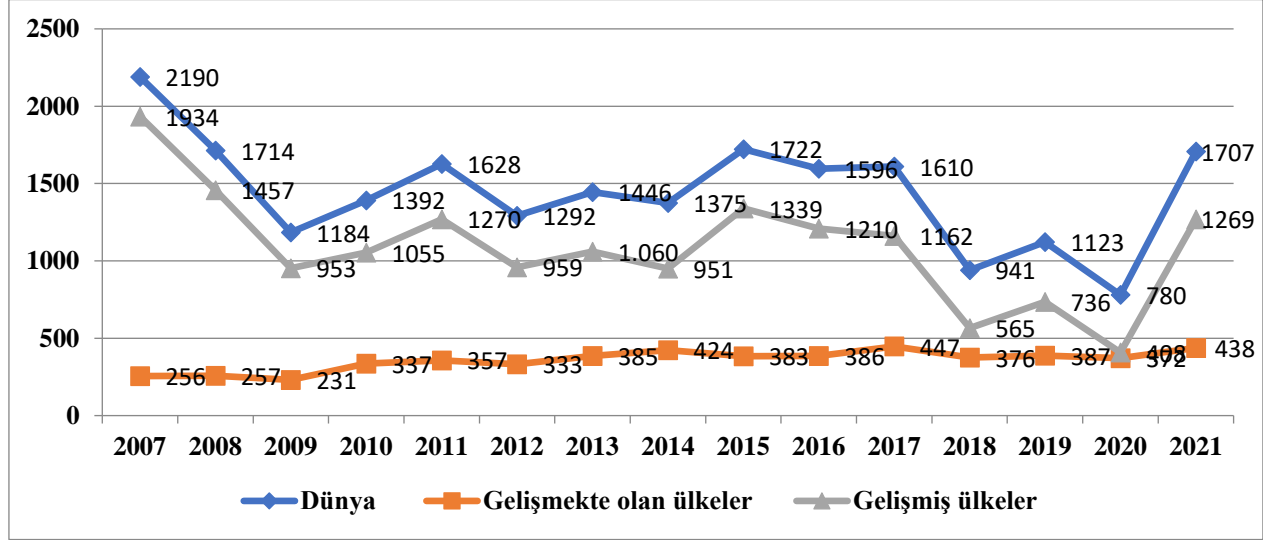
Grafik 1. DYSY Akımları (Milyar \$)



Kaynak: UNCTAD

Grafik 1’de, özellikle 2008 krizinin DYSY bağlamında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere etkileri açık bir şekilde görülmektedir. Kriz öncesi dönemde dünya genelinde DYSY girişleri 1.891 milyar dolar iken 2009 yılında 1.236 milyar dolara kadar gerileme göstermiştir. 2014 yılına kadar 2008 krizinin küresel piyasalardaki etkisi kısmi olarak devam etmiştir. 2014 yılı sonrasında ise DYSY girişlerinin dünya genelinde yoğunluk kazanmaya başladığı görülmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından ele alındığında ise 2009 yılında gelişmiş ülkelere DYSY girişlerinin büyük ölçüde azaldığı görülmektedir. Bu azalışın en önemli nedeni olarak 2008 krizinin küresel boyuta ulaşmasıyla ihracat ve ithalat oranlarının azalması bu bağlamda da üretimin durma noktasına gelmesi gösterilebilir. Yabancı yatırımlı firmaların üretimlerinin azalması ve kâr oranlarının düşmesi de yatırımcının yeni yatırımda bulunmasını engellemiştir. Diğer yandan 2008 krizi sonrasında gelişmekte olan ülkelere olan doğrudan yabancı yatırımlar incelendiğinde gelişmiş ülkeler kadar ciddi bir gerileme olmadığı görülmektedir. UNCTAD (2013)’de bu durumun en temel sebeplerini; gelişmiş ülkelerin kırılabilirliklerinin devam etmesi, krizin Avrupa ülkelerinde yarattığı ekonomik ve siyasi karmaşa, ABD hükümetinin değişim süreci ve ülkede yaşanan siyasal sorunlar şeklinde ifade etmiştir. 2010 yılından sonra da gelişmiş ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye miktarı daha fazla dalgalanma gösterirken gelişmekte olan ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye miktarının ise daha stabil olduğu görülmektedir.

2020 yılında ülkelere doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleri ele alındığında küresel olarak bir önceki yıla göre belirgin bir azalış gözlemlenmektedir. Bunun en önemli nedeni Covid-19 krizidir. UNCTAD (2020) raporuna göre gerek pandemi sürecinde alınan önlemler kapsamında yatırım projelerinin yavaşlaması, gerek ekonomilerde durgunluk beklentisinin artması gerekse de hükümetler tarafından alınan önlemlerin yabancı yatırımları kısıtlayıcı nitelikte olması DYSY için arz talep ve politika şoku yaratmıştır. Dolayısıyla krizler sırasında doğrudan yabancı yatırımları belirleyen ana faktör ülkelerin kendilerinden kaynaklanan itici ve çekici faktörlerden değil küresel nedenlerden kaynaklı olarak ortaya çıkmaktadır.

Grafik 2. DYSY Çıkışları (Milyar \$)**Kaynak:** UNCTAD

Grafik 2’de DYSY çıkışlarının gelişmiş ülkelerde daha dalgalı seyrederken; gelişmekte olan ülkelerde ise DYSY çıkışlarının yıllar itibariyle belirli bir düzeyde gerçekleştiği görülmektedir. Hatta küresel kriz ve Covid-19 krizinin de gelişmekte olan ülkelerde DYSY çıkışlarında fazla bir etki yaratmadığı görülmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkeler açısından olumlu bir durumdur ve bu tür yatırımların bu ülkelere uzun vadeli olarak girdiğinin bir göstergesidir. Küresel çapta 2007 yılında 2.190 milyar dolar civarı gerçekleşen DYSY çıkışlarının özellikle 2009 yılına kadar büyük ölçüde azaldığı görülmektedir. UNCTAD (2010)’a göre DYSY çıkışlarında bu denli bir azalış yaşanmasının en önemli nedeni Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliği ülkelerindeki büyük firmaların satılması olarak gösterilmektedir.

Yeşil alan yatırımlarının çoğunlukla doğal kaynaklara ve inşaat sektörü alanına gerçekleşmektedir. Bu yatırımlara örnek olarak; Shell, Petronas, Petro China, Mitsubishi Corp ve Korea Gas’ın ortaklık kurması ve Shell Canada’nın yaklaşık 30 milyar dolarlık doğalgaz ihracat tesisi yatırımı verilebilir. Bu örneklerde de görüldüğü gibi bir ülkede doğal kaynakların varlığı firmaları o ülkelere yatırım yapmaya iten itici bir faktör niteliği taşımaktadır.

Tablo 2. Seçilmiş Gelişmiş Ülkelere Yönelik DYSY Akımları (Milyar \$)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Amerika		341	161	264	223	250	288	251	511	474	380	214	314	148	448
Almanya	50	30	56	86	97	65	67	19	62	64	109	166	71	142	73
Avusturya	44	45	28	35	65	57	54	63	46	42	48	61	39	18	29
Finlandiya	21	19	-8	12	-6	4	-4	17	17	5	17	-10	15	-2	16
Fransa	83	67	18	38	44	32	31	5	42	32	35	77	53	14	88
Hollanda	733	195	95	115	332	239	328	117	322	233	211	-344	-33	-237	-160
İngiltere	209	253	14	66	27	46	54	58	45	324	125	-25	2	31	22
İspanya	68	74	9	36	26	20	47	32	23	44	31	58	24	33	36
İsveç	46	41	9	625	6	4	1	-8	10	15	24	-1	15	18	58
İsviçre	48	2	47	17	20	39	-24	21	118	166	143	-160	8	-257	9
İtalya	65	-9	16	9	34	35	19	17	13	25	11	44	31	-22	14
Kanada	120	70	20	29	38	49	67	64	59	34	25	42	48	26	60
Kore	8	11	9	9	9	9	12	9	4	12	17	12	9	8	16
Norveç	24	20	8	21	10	27	-1	3	7	-18	5	-5	16	-4	10
Portekiz	6	7	5	8	9	21	15	12	1	7	10	7	10	3	7

Kaynak: Dünya Bankası (2022)

Tablo 2’de seçilen gelişmiş ülkelere yıllar itibariyle giren ve çıkan doğrudan yabancı sermaye miktarları verilmiştir. Amerika, Almanya, Fransa, Kanada Avusturya gibi ülkelere yıldan yıla farklılık gösterse de sürekli bir doğrudan yatırım girişi söz konusu iken Hollanda, İsviçre, İtalya, Norveç ve Finlandiya gibi gelişmiş ülkelerde ise bazı yıllarda doğrudan sermaye çıkışlarının olduğu görülmektedir. Sürekli doğrudan yatırım çeken ülkelerin önceki bölümde detayları verilen “yabancı yatırımcıların ülke seçiminde etkili olan ekonomik ve sosyo-politik etkenlerden”; ekonomik istikrar, ülke riski, pazarın büyüklüğü, talep yapısı, dışa açıklık ve altyapı sistemleri gibi etkenlerin sayesinde bu durumun ortaya çıktığı sonucuna ulaşılabilir.

2008 krizinin etkisiyle 2009 yılında gelişmiş ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye miktarının da ciddi oranda azaldığı buna karşın Covid 19 krizindeki etkinin ise bu derece yüksek olmadığı görülmektedir. Özellikle krizin ortaya çıkışı sonrasındaki 2009 yılında gelişmiş ülkelerde birleşme ve satın alma yoluyla gerçekleşen DYSY girişleri önemli ölçüde azalmıştır. ABD’ye olan DYSY girişleri 2008’de 341 milyar dolar iken 2009’da 161 milyar dolar düzeyine gerilemiş, 2010’dan itibaren yeniden yükselişe geçerek 264 milyar dolara, 2016 yılında ise 474 milyar dolara yükselerek kriz öncesi dönemden de daha yüksek düzeylere ulaşmıştır. Daha sonraki yıllarda ise dalgalı bir

seyir izlediği görülmektedir. 2020 yılında pandemi koşulları nedeniyle ülkeye giren yatırımlarda azalma yaşanmış fakat sonraki yılda ciddi bir artış olmuştur.

Avrupa Birliği ülkeleri arasında yer alan Almanya da DYSY girişi bağlamında 2008 krizinden önemli ölçüde etkilenmiştir. Kriz öncesi ülkeye 50 milyar dolar olan DYSY girişi, kriz sonrası 30 milyar dolara kadar gerilemiştir. Özellikle ülkeye yatırımda bulunan yabancı yatırımcıların ana firmalarının krizden etkilenmesi Almanya'daki firmaları üzerinde de olumsuz etki yaratmıştır. Sonrasında ise dünya ekonomik görünümünün düzelmeye başlamasıyla ülkeye DYSY girişleri artış göstermeye başlamıştır. 2016 yılında Almanya'ya 64 milyar dolar civarında DYSY gerçekleşirken, özellikle sınır ötesi satın alma ve birleşmeler nedeniyle 2017 yılında bu miktar 109 milyar dolara yükselmiştir. Tüm bu ilerlemeye rağmen ülke hala Covid 19 krizinden önceki yatırım girişi seviyesine erişememiştir.

İspanya'da da 2008 krizinin etkileri nedeniyle özellikle 2009 yılında DYSY girişlerinde önemli ölçüde azalış meydana gelmiştir. Ülkeye DYSY girişleri 2018 yılına kadar istikrarsız bir seyir izlemiştir. 2018 yılında ise önceki yıllara nazaran özellikle birleşme ve satın alma türü DYSY artış göstermiştir. Atlantia (İtalya), ACS (İspanya) ve Hochtief (Almanya) oluşturduğu konsorsiyumun İspanyol Albertis'i satın alması etkenlerden birisidir. Ayrıca ABD'li Cerberus firmasının, Banco Bilbao Vizcaya Argentatia'nın emlak sektörüne yönelik faaliyetlerinin önemli bir kısmını satın alması DYSY girişinde önemli olmuştur.

Kanada'ya yönelik DYSY girişlerinin önemli bir kısmı ABD ve Avrupa ülkeleri tarafından enerji ve metal sektörüne yönelik olarak gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle 2008 krizinin kaynağının ABD olması ve Kanada'nın en önemli yatırımcılarının bu ülkede olması nedeniyle Kanada'ya bu açıdan etkileri daha büyük olmuştur. 2007 yılında ülkeye 120 milyar dolar yatırım gerçekleşirken, 2009 yılında sadece 20 milyar dolarlık doğrudan yatırım girişi olmuştur. 2016 yılında 34 milyar dolarlık DYSY girişi ülkenin elinde bulundurduğu petrol ve gaz varlıklarını elden çıkarmasına rağmen 2017 yılında 25 milyar dolara düşmüştür. İlerleyen yıllarda ise ülkeye giren DYSY miktarının dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir.

Genel olarak Tablo 2 değerlendirildiğinde gelişmiş ülkelerin özellikle 2008 Krizi'nden DYSY girişi açısından büyük ölçüde etkilendikleri görülmektedir. 2009 yılı sonrası ele alındığında ise başta krizin kaynak ülkesi olan ABD olmak üzere diğer gelişmiş ülkelerde de gecikmeli olarak DYSY artışları görülmeye başlanmıştır. Krize bağlı olarak DYSY artış ve azalışının tüm gelişmiş ülkelerde aynı düzeyde olamamasının temel sebebi ise ülkelerin ekonomi politikalarının sağlam temellere dayanıp dayanmamasından ülke risklerinin farklı olmasından ve ülkelerin kendilerine has çekici faktörlerden kaynaklanmaktadır. Kriz sonrası süreçte ABD'nin ekonomi politikalarına

uyguladığı müdahaleler sonrası büyüme oranlarında artış gibi nedenler DYSY için çekici faktör olmuştur. Bunun yanı sıra 2011 yılında başlayan Avrupa'daki ekonomik istikrarsızlık ve Euro bölgesinde yaşanan ekonomik zorluklar nedeniyle uzun yıllar Birlik ülkelerine yönelen doğrudan yabancı sermaye girişlerinin dalgalı ve istikrarsız bir yapı sergilemesine neden olduğu söylenebilir.

Tablo 3. Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelere DYSY Akımları (Milyar \$)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Brezilya	44	50	31	82	102	92	75	87	64	74	68	78	69	37	46
Bulgaristan	13	10	3	1	2	1	1	1	2	1	2	1	2	3	2
Çin	156	171	131	243	280	241	290	268	242	174	166	235	187	253	333
Filipinler	2	1	2	1	2	3	3	5	5	8	10	9	8	6	10
Güney Afrika	6	9	7	3	4	4	8	5	1	2	2	5	5	3	41
Hindistan	25	43	35	27	36	23	28	34	44	44	39	42	50	64	44
Macaristan	70	75	-2	-20	10	10	-3	13	-5	69	-12	-64	98	171	30
Malezya	9	7	0.114	10	15	8	11	10	9	13	9	8	9	4	18
Meksika	31	29	19	30	23	18	50	28	36	38	33	37	29	31	33
Romanya	10	13	4	3	2	3	3	3	4	6	5	7	7	3	10
Rusya	55	74	36	43	55	50	69	22	6	32	28	8	31	9	40
Şili	13	18	13	16	25	31	22	23	20	12	6	7	12	8	12
Türkiye	22	19	8	9	16	13	13	13	19	13	11	12	9	7	13
Ukrayna	10	10	4	6	7	8	4	0.847	-0.198	4	3	4	5	0.304	7
Uruguay	1	2	1	2	2	6	0.986	4	2	-0.515	2	1	1	0.409	2

Kaynak: Dünya bankası (2022).

Tablo 3'te ise gelişmekte olan ülkelere DYSY girişlerine yer verilmiştir. Genel olarak karşılaştırma yapıldığında ucuz emek, düşük vergiler ve verilen çeşitli teşviklere rağmen birçok gelişmekte olan ülkeye (Çin, Rusya ve Macaristan hariç) yıllık olarak doğrudan yabancı sermaye girişlerinin gelişmiş ülkelerin oldukça gerisinde kaldığı görülmektedir. Tablo3'te de görüldüğü gibi gelişmekte olan ülkelerin büyük kısmında 2008 krizi sonrası DYSY girişleri önemli düzeyde azalmıştır. Örneğin; küresel kriz öncesi Brezilya'ya 44 milyar dolar olan yabancı sermaye yatırımı girişleri 2009 yılında 31 milyar dolara kadar gerilemiştir. Sonraki yıllarda ise ülkeye DYSY akışı artmıştır. UNCTAD (2013)'e göre bu artışın temel nedeni Brezilya'nın özellikle ülkedeki otomotiv sektörüne gerçekleşen yabancı yatırımları teşvik edici düzenlemeler uygulamasıdır. Çünkü

otomotiv sektörü ülkenin ekonomik büyümesinde kilit rol oynamaktadır. Bu sektöre yapılan yabancı yatırımlar ülkeye yeni teknoloji girişi sağlamakta bu teknoloji ise yerel firmalara yayılarak ülkenin rekabet gücünü arttırmaktadır. Böylece ülke ilk olarak kendi talebini karşılamakta ve ithalat düzeyi gerilemektedir. Ülkeye 2019 yılı sonrasındaki DYSY yatırımlarının çoğu bilgi ve iletişim teknolojileri alanında ve inşaat sektörüne yönelik olarak gerçekleşmiştir. Ama bu yıllarda ortaya çıkan Covid-19 salgını tüm dünya ülkelerini etkilediği gibi Brezilya'nın da yabancı sermaye yatırımı girişini olumsuz yönde etkilemiştir.

2008 krizinden etkilenen bir diğer ülke ise Bulgaristan'dır. Sofya Ticaret Müsteşarlığı'nın 2017 yılında yayınladığı rapora göre ülkeye en çok emlak, üretim, sanayi ve finans alanında yabancı sermaye yatırımları gerçekleşmektedir. Fakat 2007 yılında 13 milyar dolar civarında gerçekleşen yatırımlar 2010 yılında 1 milyar dolara kadar düşmüştür. Sonraki yıllarda da kriz öncesi döneme ulaşamamıştır. Bulgaristan'da çekici faktörlerden biri olan "ucuz emek" olmasına rağmen doğrudan yabancı yatırım girişinin düşk düzeyde kalması doğrudan yabancı sermayeyi çekmede sadece ucuz emeğin yeterli olmadığını bir başka kanıtıdır.

Çin gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla DYSY'ye ev sahipliği yapan ülke konumundadır. Yabancı yatırımcıların Çin'de üretim yapmak istemelerinin birçok nedeni vardır. Önceki bölümlerde detayı verilen faktörlerden; ülke nüfusunun fazla olması (pazar büyüklüğü), emek faktörünün ucuzluğu, altyapının gelişmişliği, hızlı büyüme oranına sahip olması, dışa açıklık, istikrarlı bir döviz kuru, yan sanayilerin gelişmişliği, politik risk ve ülke riskinin düşüklüğü gibi birçok faktörü bünyesinde barındırmaktadır (Ekinci, 2005:76). Dolayısıyla sadece ucuz emek sebebiyle doğrudan yabancı sermayenin Çin'e yöneldiği genel algısı yanlış bir algıdır. Görüldüğü gibi doğrudan yabancı yatırımların bu ülkeye yönelmesinde bu faktörün dışında birçok faktör de rol oynamaktadır. Özellikle gelişmiş ülkelerin DYSY'de bulunduğu Çin'e 2008 yılında 171 milyar dolar civarında yatırım gerçekleşirken, 2009 yılında 131 milyar dolara kadar gerilemiştir. Fakat diğer ülkelerin aksine ülkede krizin etkisi kısa süreli olmuştur. Büyük çoğunlukla doğrudan yabancı yatırımlar hizmet sektörü, ulaştırma ve finans alanına yapılmıştır. UNCTAD (2015)'e göre, 2014 yılında ülkeye giren DYSY'nin %55'i hizmet sektörüne, %33' ü ise imalat sektörüne gerçekleşmiştir. Bu ülkeye yatırımda bulunan başlıca ülkeler; G.Kore, bazı AB ülkeleri, Japonya ve Amerika'dır. Son yıllarda Kore ve AB ülkelerinin yapmış olduğu yatırımlar artarken, Japonya'nın ve Amerika'nın yapmış olduğu yatırımlar azalmıştır. Bu durumun ortaya çıkmasında Çin ile ABD arasındaki "ticaret savaşları" etkili olmuştur. Çin'e olan DYSY girişlerinin 2019'dan sonraki yıllarda giderek artarak 2021 yılında 333 milyar dolar ile zirveye ulaştığı görülmektedir. Son dönemde Çin'e olan yatırımlar özellikle ileri teknoloji üreten sektörlerle ve hizmet sektörüne yönelik olarak gerçekleşmektedir.

Güney Afrika'ya olan DYSY girişleri daha çok madencilik, imalat ve hizmet sektörü alanlarına yönelmektedir. Dolayısıyla doğal kaynakların varlığı çekici bir faktör yaratmaktadır. UNCTAD (2020) ülkeye gerçekleşen yabancı yatırımların işsizliğin azalmasını sağlamadığı bunun sebebinin ise bu yatırımların sıfırdan oluşum şeklinden ziyade çoğunlukla kurum içi finansal transferler şeklinde olmasından kaynaklandığını belirtmiştir.

Malezya, genellikle gelişmiş ülkelerde bulunan çok uluslu şirketlerin düşük maliyetle üretim yapmak amacıyla DYSY şeklinde faaliyet gösterdiği ülkeler arasında yer almaktadır. Hükümet ileri teknolojiye yönelik DYSY'ye önemli teşvikler uygulamaktadır. Bu teşvikler; yabancı yatırımcılar açısından ülkeyi çekici hale getirmektedir. Bunun sonucunda ülkede imalat sektöründe faaliyet gösteren fazla sayıda yabancı yatırımla kurulmuş şirket yer almaktadır. Ülkenin sanayisine yapılacak tüm yabancı yatırımlar Malezya Endüstriyel Kalkınma Ajansı (MIDA) tarafından onaylanmak zorundadır. MIDA önceleri tüm yabancı yatırımlara teşvik sağlarken, daha sonraları nitelikli işgücünün yetersiz olması nedeniyle, nitelikli işgücü çekebilecek yatırımlara yoğunlaşmıştır. Diğer taraftan ülkede varolan nitelikli işgücünü yüksek verimlilik sağlayan alanlara kaydırarak verimliliği düşük sanayi üretimlerinin Tayland ve Endonezya'ya taşınmasını teşvik etmektedir (DEİK, 2014:10). Bu ülkeye olan doğrudan yatırımlara bakıldığında 2008 krizinde ve pandemi koşullarında bir azalma olsa da bu çekici faktörlerin de etkisiyle 2021 yılında 18 milyar dolara ulaştığı görülmektedir.

Rusya'ya giren doğrudan yabancı yatırım miktarı diğer ülkelerde olduğu gibi 2008 krizi sonrasında azalırken; 2010 yılında Wim-Bill-Dann'ın PepsiCo firması tarafından 3,8 milyar dolara bedelle satın alınması ile DYSY girişi %13 artarak 43 milyar dolara yükselmiştir. Ancak bu ülkeye 2007-2013 yılları arasında yakalamış olduğu yabancı sermaye girişini 2014-2021 arasında yakalayamadığı görülmektedir. Rusya açısından bu durumun altında yatan sebeplerin iyi bir şekilde araştırılması gerekmektedir.

Türkiye açısından bakıldığında 24 Ocak 1980 yılında alınan kararlar yabancı sermayenin ülkeye gelmesi açısından önemlidir. Bu kapsamda ilerleyen yıllardaki düzenlemelerle birlikte yabancı sermayenin ülkeye girişinin önündeki engeller kaldırılmaya çalışılmıştır. 1984 ve 1994 arasında verilen devlet teşvikleri ve yap-işlet-devlet modeli ile ülkeye sermaye ve teknoloji girişinin hızlanması hedeflenmiştir. Uygulanan model ile birlikte özellikle ülkeye enerji alanında pek çok yabancı yatırım gerçekleşmiştir. Bunun yanında özelleştirme uygulamaları ile yabancı sermayenin ülkeye girişi söz konusu olmuştur (Bülbül, 2019:135-137). Genel olarak bakıldığında ülkeye giren doğrudan yatırımların daha çok imalat ve hizmet sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir (Özkan,

2018:203). Türkiye'ye giren DYSY miktarı 2007'de 22 milyar dolar iken küresel krizden dolayı 2009'da 8 milyar dolara düşmüştür. Bunun sebebi ülkenin içsel sebeplerinden değil potansiyel yatırımcıların ekonomik sorunlarından kaynaklanmaktadır. Sonraki yıllarda yakalanan istikrarlı ortam ve yapılan düzenlemeler yabancı yatırımcılar için çekici faktör olarak görülse de 2012 yılından sonra yıllık doğrudan yabancı yatırım girişi yaklaşık 13 milyar dolarlar seviyesinde gerçekleşmiştir. Küresel yavaşlama ile birlikte 2019-2020-2021 yıllarında DYSY girişlerinde de bir azalma meydana gelmiştir.

Genel olarak Tablo 2 ve Tablo 3 değerlendirildiğinde özellikle 2020 yılı DYSY verileri incelendiğinde pandemi nedeniyle ele alınan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin hemen hemen tümünde büyük ölçüde azalış yaşandığı görülmektedir. Söz konusu süreç ülke ekonomilerini farklı şekillerde etkilemiştir. Bazı ülkelere DYSY girişleri, devletlerin uygulamış olduğu giriş engelleri nedeniyle azalış göstermiş, bazı ülkelere ise büyük oranda DYSY çıkışları yaşanmıştır. Bu durumun sebebi olarak; yatırımcı firmaların pandemi nedeniyle ekonomik koşullarının zorlaşması ve kâr oranlarının düşmesi görülebilir.

5. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları

Ülkelerin kalkınmaları için yurtiçi tasarruflar son derece önemlidir. Özellikle yurtiçi tasarruf yetersizliği bulunan ülkeler bu yetersizliği aşmak için yurtdışı tasarruflara yönelmektedir. Bu durum da portföy yatırımlarını ülkeye çekmek önem kazanmaktadır. Ancak bu noktada kısa vadeli sermaye hareketleri yerine uzun vadeli portföy yatırımlarının çekilmesinin ülkeler açısından daha önemli olduğunu belirtmek gerekir. Portföy yatırımlarının ülkeye çekilmesinde faiz oranları önemli bir faktördür ancak tek faktör değildir. Çünkü düşük faiz oranına sahip Amerika, İngiltere gibi ülkelere yönelik portföy yatırımları da yüksek olabilmektedir.

Tablo 4. Seçilmiş Gelişmiş Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları (Milyar \$)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Amerika	275	126	219	178	123	239	-62	154	-187	-139	149	156	-291	687	-19
Almanya	76	-68	20	4	-5	-2	15	2	20	-8	-4	-43	-13	-15	-7
Avusturalya	14	19	34	13	1	14	15	10	13	18	15	-7	17	22	30
Finlandiya	5	-1	-	-1	-	3	3	5	3	14	10	10	-3	7	6

			0.5 9		0.8 8										
Fransa	-10	-18	67	-5	8	37	34	10	11	31	28	-30	-9	-9	57
Hollanda	-141	-14	21	15	7	4	14	6	79	78	17	-42	-2	-96	12 3
İngiltere	-14	94	37	-19	-13	12	56	28	79	-149	94	5	-6	65	63
İspanya	15	-2	8	-3	3	9	28	28	30	1	17	-14	8	12	15
İsveç	4	-1	1	5	2	3	5	2	1	-3	3	0.4 6	1	7	18
İsviçre	0.6 8	24	9	-7	7	14	3	3	-10	-16	-35	-19	-2	-18	-5
İtalya	-6	-29	20	3	6	20	17	28	13	- 0.98 9	19	-5	17	-4	4
Kanada	-42	3	23	17	21	0.9 5	17	23	9	38	43	20	-1	-9	36
Kore	-28	-33	24	23	-6	16	4	6	-1	13	8	-6	0.77 3	-15	-14
Norveç	9	-12	3	2	1	0.6 2	3	3	4	0.61	6	0.9 9	4	0.70 5	11
Portekiz	0.3 0	9	2	-1	-9	-9	- 0.4 3	1	- 0.9 7	-1	0.3 9	- 0.1 8	-0.99	-0.30	1

Kaynak: Dünya Bankası (2022)

Tablo 4’de de görüldüğü gibi ABD 2008 Krizi öncesinde en fazla portföy yatırımı çeken gelişmiş ülke konumundadır. Özellikle risk almak istemeyen yabancı yatırımcılar gelişmiş ve şeffaf finansal yapısı nedeniyle ABD piyasalarını tercih etmektedir. Fakat ABD’nin bankacılık sisteminde ortaya çıkan 2008 Krizi yabancı yatırımcılar için de panik ortamının oluşmasına neden olmuştur. Portföy yatırımlarının en önemli özelliği ülkeyi kolaylıkla terk edebilmesidir. 2007 yılında 275 milyar dolar portföy yatırımı ülkeye giriş yaparken krizin yarattığı tedirginlikle 2008 yılında 126 milyar dolara kadar gerileme göstermiştir. İlerleyen yılların bazılarında düşük faiz oranlarının da etkisiyle bazı yıllarda portföy yatırımlarında çıkışlar görülmüştür.

2008 Krizi Avrupa Birliği ülkelerini de önemli ölçüde etkilemiştir. Başta Almanya, İngiltere ve İtalya olmak üzere pek çok ülkeden portföy yatırımı çıkışları olmuştur. Örneğin 2007 yılında Almanya’ya 76 milyar dolar portföy yatırımı gerçekleşirken, 2008 yılında bu durum tersine dönmüş 2009 yılında toparlanma göstermesine rağmen 2011 yılında başlayan AB krizi ile 2011 ve 2012 yıllarında tekrar portföy çıkışı gerçekleşmiştir. Bu duruma kriz esnasında AB merkez

bankasının faiz oranlarını 0'a ve negatife çekmesi de etkili olmuştur. Genel olarak Tablo 4 incelendiğinde gelişmiş ülkelerde portföy yatırımlarının yıllar itibariyle dalgalanma gösterdiği görülmektedir. Bu durum portföy yatırımların daha akışkan ve itici ve çekici faktörlere daha hızlı tepki verebilmesinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 5. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımı Girişleri (Milyon \$)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Brezilya	26.217	-7.565	37.071	37.671	7.173	5.601	11.126	11.492	9.786	11.039	5.673	-3.062	-1.809	-5.206	7.487
Bulgaristan	88	-105	7	-720	-46	4	-19	-76	-8	-19	154	48	-90	-166	-107
Çin	18.478	8.464	29.116	31.357	5.308	29.902	32.594	51.915	14.964	23.416	36.208	60.667	44.906	641	83.120
Filipinler	1.137	-461	308	832	1.039	1.752	-34	1.195	-742	130	495	-1.031	1.763	-2.541	-975
Güney Afrika	8.669	-4.706	9.363	5.826	63	7.159	7.282	9.337	8.499	1.639	7.588	2.945	-4.289	-5.160	-27.434
Hindistan	32.862	-15.030	24.688	30.442	-4.048	22.809	19.891	12.369	1.932	2.336	5.928	-4.361	13.768	24.854	-5.223
Macaristan	-4.969	-197	665	-325	177	746	25	-324	774	-102	-141	82	231	-578	-824
Malezya	-669	-10.715	-448	5.590	1.174	6.046	3.836	61	-4.473	-550	4.535	-1.143	-1.669	-5.637	-425
Meksika	-486	-3.491	4.155	373	-6.565	5.770	-2.430	4.833	3.601	9.477	10.320	2.421	-10	186	-3.163
Romanya	742	21	6	3	-38	408	1.054	534	361	-459	-61	-479	-699	-521	-142
Rusya	18.399	-15.383	3.762	-4.885	-9.795	1.162	-7.625	-	-5.538	-1.788	-7.939	-4.163	-4.320	-14	-11.035
Şili	388	1.948	327	1.764	4.650	5.632	5.883	2.184	-6	1.305	448	-1.556	2.875	203	-2.410
Türkiye	5.138	716	2.827	3.468	-985	6.276	842	2.559	-2.395	823	2.971	-1.131	406	-4.000	-1
Ukrayna	715	388	105	290	519	516	1.180	-391	177	69	110	-9	49	173	-73
Uruguay	2	-11	-17	0	0	871	0.43	-1	-3	-16	-11	18	22	66	109

Kaynak: Dünya Bankası

Tablo 5’te gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımı girişleri verilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla portföy yatırımı çeken ülkelerin Çin ve Hindistan olduğu görölmektedir. Ancak Çin’e portföy yatırımlarından çok daha fazla DYSY girişi olduğu görölmektedir. Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de yıllar itibariyle portföy yatırımlarında ciddi dalgalanmalar olduğu göze çarpmaktadır. Bu dalgalanmalar ülkelerin ekonomik ve finansal yapısındaki bozulmalar, ülke riskindeki artışlar, döviz kurundaki oynaklıklar gibi itici faktörlerin ortaya çıkması ya da hızlı büyüme oranlarının yakalanması, buna bağlı olarak şirket karlılığındaki artışlar ile hisse senedi piyasasına olan girişler ve reel faizlerin yüksekliği gibi çekici faktörlerin ortaya çıkmasından kaynaklanmaktadır.

Ülke bazında bakıldığında benzer şekilde G.Afrika’ya, Hindistan’a ve Macaristan’a olan portföy girişlerinin 2008 krizden dolayı azaldığı; 2009 yılından sonra ise bu ülkelere giren portföy yatırımlarında olduğu görölmektedir. Rusya’ya giren portföy yatırımlarında da 2008 krizi ile birlikte terse dönüş söz konusu olmuş ve 15 milyar dolarlık bir portföy çıkışı söz konusu olmuştur. Kriz sonrasında diğer gelişmekte olan ülkelere farklı olarak 2009 ve 2012 hariç 2021 yılına kadar diğer yıllarda portföy çıkışı gerçekteşmiştir.

Türkiye açısından bakıldığında ise cari açık nedeniyle portföy yatırımları önem taşımaktadır. Fakat söz konusu yatırımlardaki ani çıkışlar ülkenin kırılganlık düzeyini önemli ölçüde arttırmakta ve zaman zaman krizlerin nedeni olabilmektedir. Örneğin 2000 yılında IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasının sonrasında, portföy yatırımlarında bir artış olmuş; sonraki süreçte cari işlemler açığındaki artış sonucunda portföy yatırımlarının ülkeyi hızlı bir şekilde terk etmesi, ülkenin ekonomik yapısındaki kırılganlığı artırarak 2000-2001 krizlerinin ortaya çıkmasına ve derinleşmesine neden olmuştur (Boratav, 2004: 243-255). Türkiye’ye 2007 yılında giren portföy yatırımlarının 5 milyar dolar civarı olduğu görölmektedir. 2008 yılında söz konusu yatırımlar 716 milyon dolar civarına kadar düşmüştür. 2012 yılında ülkeye 6 milyar dolar portföy yatırımı girmiştir. Bu miktar 2008 krizi öncesi süreçten daha yüksektir. Çünkü kriz süresinde ülkede uygulanan finansal politikalar ülke ekonomisine olan güvenin artmasını sağlamıştır. Sonraki yıllarda ise diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi portföy yatırımlarının dalgalı bir seyir izlediği görölmektedir.

SONUÇ

Gerek doğrudan yatırımlar gerekse portföy yatırımları küreselleşmenin hızlanmasıyla birlikte hemen hemen bütün ülkeler tarafından (özellikle gelişmekte olan ülkeler) çeşitli ekonomik sorunların çözümünde bir araç olarak görölmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlarda ucuz emeğin

ve portföy yatırımlarında ise faiz oranlarının çok etkili olduğuna yönelik yaygın bir görüş söz konusudur. Ancak bu pek de doğru değildir. Çünkü gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelere giren doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımları karşılaştırıldığında gelişmiş ülkelerde emeğin daha pahalı olmasına ve faiz oranlarının daha düşük olmasına rağmen birçok gelişmiş ülkeye giren hem doğrudan yabancı sermaye hem de portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere girenden daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum çalışmada detayları verilen diğer faktörlerin de oldukça önemli olduğunun bir göstergesidir. Dolayısıyla daha fazla yabancı yatırım çekmek isteyen gelişmekte olan ülkelerin bu durumu da göz önünde bulundurmaları yararlı olacaktır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik gerçekleşen yabancı yatırımların nedenleri birbirinden farklılık göstermektedir. Ülkelerin sahip olduğu ekonomik koşullar, finansal yapılar, sosyo-kültürel özellikler ve siyasi yapıları ülkeye giren sermayeyi ve bu sermayenin türünü de etkilemektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayırımına bakıldığında; emek yoğun üretim gerçekleştirecek olan yatırımcıların özellikle gelişmekte olan ülkeleri tercih ettiği buna karşın teknoloji yoğun üretim gerçekleştirecek yatırımların ise daha çok gelişmiş ülkelere yöneldiğini söylemek mümkündür.

Günümüzde birçok firma farklı nedenlerle kendi ülkesinde yatırım yapmak yerine başka ülkede üretim yapmaya yönelmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar dendiğinde akla ilk gelen ülke olan “Çin” ve “ucuz emek unsuru” bu tür yatırımların daha çok ucuz emeğe sahip olan ülkelere yöneldiği gibi yanlış bir algının ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Oysa ki ucuz emeğe sahip olmayan gelişmiş ülkeler de farklı çekici faktörlerle bu tür yatırımları çekmektedirler. Eğer ki ucuz emek temel belirleyici olsaydı Çin dışında ucuz emeğe sahip olan çeşitli Afrika ülkelerinin ve Asya’daki bazı az gelişmiş ülkelerin de ciddi miktarda doğrudan yabancı yatırım çekmesi gerekirdi. Ancak böyle bir durumun söz konusu olmaması ülkenin “ucuz emek faktörünün” yanında diğer çekici faktörlere de sahip olması gerektiği sonucunu ortaya koymaktadır.

Portföy yatırımları açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler karşılaştırıldığında ise daha yüksek risk ve getiri peşinde koşan yatırımların gelişmekte olan ülkeleri tercih ettiği buna karşın fazla risk almak istemeyen yatırımların ise gelişmiş ülkelere yöneldiği söylenebilir. Özellikle Amerika, İngiltere gibi ülkelere giren portföy yatırımlarının yüksek olması bazı yatırımcıların yüksek getiri peşinde koşmak yerine daha güvenli getiriler peşinde koşmalarından kaynaklanmaktadır. Ayrıca küresel riskin arttığı durumlarda hemen hemen tüm ülkelere portföy çıkışlarının söz konusu olduğu ancak bu süreçte daha sağlam ekonomik ve finansal yapıya sahip ülkelerin ise diğer ülkelere göre daha avantajlı olduğu görülmektedir.

Gelişmiş ülkelere giren doğrudan yatırımlarda çok ciddi dalgalanmalar olmasa bile portföy yatırımlarında ciddi dalgalanmalar görülmektedir. Bu durumun temel sebebi portföy yatırımlarının doğasından kaynaklanmaktadır. Çünkü bu tür yatırımlar ülkelerin sahip olduğu itici ve çekici faktörlere çok daha fazla duyarlıdır ve bu faktörlerde bir değişiklik olduğunda ülkeleri çok daha kolay terk edebilmektedirler.

Gerek DYSY yatırımcıları açısından gerekse portföy yatırımcıları açısından ev sahibi ülke seçimi önemlidir. Bu süreçte yatırımcıların ülkelerin sahip oldukları itici ve çekici faktörleri iyi bir şekilde değerlendirmesi gerekmektedir. Bu bağlamda ekonomik, finansal, sosyo-politik faktörler olmak üzere birçok faktörün birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Portföy yatırımları için ev sahibi ülkenin finansal yapısı ülke riski, faiz oranları gibi faktörler ön plana çıkarken doğrudan yatırımlar için piyasa büyüklüğü, iş yapış kolaylığı karlılık seviyesi gibi faktörler ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla gerek doğrudan yatırım yapmak isteyen gerekse portföy yatırımı yapmak isteyen yatırımcılar yatırım yapmak istediği gelişmiş ya da gelişmekte olan ülke olması farketmeksizin bu ülkelerin itici ve çekici faktörleri hakkında derinlemesine bir araştırma yapmak durumundadırlar. Bunların sonucunda ise kârlılık oranının yüksek olabileceği ülke ekonomilerine gerek DYSY gerekse uluslararası portföy yatırımı gerçekleştirmektedirler.

2008 küresel krizi hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülke ekonomilerini DYSY ve uluslararası portföy yatırımları açısından da önemli düzeyde etkilemiştir. Bunun yanı sıra 2019 yılında başlayan pandemi nedeniyle de, gerek ülkelerin uygulamış oldukları giriş engelleri gerekse yatırımcı firmaların ekonomik koşullarının zorlaşarak karlılık oranlarının düşmesi sonucunda dünya genelinde söz konusu yatırımlarda büyük ölçüde azalma gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak yabancı yatırımcı açısından gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde yatırımda bulunulmasının farklı avantajları vardır. Gelişmiş ülkeler ekonomik istikrar, enflasyon oranı, büyüme oranı, tüketimin, talebin yapısı ve piyasa büyüklüğü yabancı yatırımcılar için çekici koşullar oluşturmaktadır. Diğer yandan gelişmekte olan ülkeleri DYSY bakımından çekici hale getiren koşullar ise hammaddeye yakınlık, ucuz işgücü, yerel para birimi gibi faktörlerdir. Ayrıca yatırımcılar için hedef pazarın gelişmiş ülkeler olması, yatırımcıya sunulan teşvikler ve devlet düzenlemeleri de karar aşamasında rol oynamaktadır. Portföy yatırım tercihleri incelendiğinde ise yatırımcılar özellikle ekonomik istikrar ortamı ve minimum risk tercih ettiğinde gelişmiş ülkeleri tercih etmektedir. Yüksek faiz oranları, hisse senedi piyasalarındaki hızlı yükselişler gibi sebeplerle gelişmekte olan ülkeler tercih edilebilmektedir.

KAYNAKÇA

Addison, T., & Heshmati, A. (2003). *The New Global Determinants Of FDI Flows To Developing Countries*. Helsinki: Unu-Wider.

Agiomirgianakis, G., Asterio, D., & Papatoma, K., (2003). The Determinants Of Foreign Direct Investment: A Panel Data Study For The Oecd Countries. *City University Department of Economics Discussion Paper Series*, 1-18.

Agodo, O. (1978). The Determinants of U.S. Private Manufacturing Investments in Africa. *Journal of International Business Studies*, 9 (3), 95–107.

Arbatli, E. (2011). Economic Policies and FDI Inflows To Emerging Market Economies. *International Monetary Fund Working Paper*

Benito, G. R. G., & Gripsrud, G. (1991). The Expansion Of Foreign Direct Investments: Discrete Rational Location Choices Or A Cultural Learning Process?. *Journal of International Business Studies*, 23(3), 461-476.

Bevan, A. A., & Estrin, S. (2000). Determinants Of FDI In Transition Economies. *Centre for Economic Policy*, 2638.

Blomstrom, M.A., & A. Kokko, (2003). The Economics Of Foreign Direct Investment Incentives. *Nber Working Paper Series*, 9489.

Boratav, K. (2004). *Yeni Dünya Düzeni Nereye* (İkinci baskı). Ankara: İmge Kitapevi.

Brennan, M. J., & Cao, H. H. (1997). International Portfolio Investment Flows. *The Journal of Finance*, 52(5), 1851-1880.

Brouthers, K. D., & Brouthers, L. E. (2001). Explaining The National Cultural Distance Paradox. *Journal of International Business Studies*, 32 (1), 177-191.

Bülbül, O. G. (2019). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İstihdam İlişkisi: Kavramsal ve Teorik Çerçeve* (Birinci baskı). Ankara: Gazi Kitapevi.

Calvo G. A., Reinhard, C. & Leiderman, L. (1994). The Capital Inflow Problem: Concepts and Issues, *Contemporary Econ Policy*, 12, 54-63.

Candemir, A. (2006). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler: Bir Uygulama. *YASED Yayınları*, 1.

Charkrabarti, A. (2001). The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions. *Kyklos*, 54(1), 89-114.

Claessens, S., Dooley, M. P., & Warner, A. (1995). Portfolio Capital Flows: Hot Or Cold?. *The World Bank Economic Reviews*, 9(1), 153-174.

Culem, C. G. (1988). The Locational Determinants Of Direct Investments Among Industrialised Countries. *European Economic Reviews*, 32, 885-904.

Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK) (2014). Malezya Ülke Raporu. <https://www.deik.org.tr/uploads/malezya-ulke-bulteni-2014.pdf>

Devlet Planlama Teşkilatı (2000). *Küreselleşme Özel İhtisas Raporu*. Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı, 36-37.

Ekinci, A. (2005). *Çin Yabancı Sermaye Türkiye*. Ankara: Turhan Kitapevi.

Eun, C. S., & Bruce G. R. (2002). *International Financial Management*. 2nd Edition Irwin: Mcgraw Hill Publishing. Wesso Gr. 2001. The Dynamics Of Capital Flows İn South Africa: An Empirical Investigation. *South African Reserve Bank. Quarterly Bulletin*, 59–77.

Gooptu, S. (1994). *Are Portfolio Flows To Emerging Markets Complementary Or Competitive*. Washington D.C: World Bank Policy Research Working.

Gossel, S. & Biekpe, N. (2015). Push-Pull Effects on South Africa's Capital Inflows. *Journal of International Development*, 29(6),

Hill, C. W. L. (2013). *International Business Competing In The Global Marketplace*. University Of Washington.

Jones, J., & Wren, C. (2006). *Foreign Direct Investment and The Regional Economy*. Usa: Ashgate Publishing Company.

Jordaan, J. C. (2004). *Foreign Direct Investment and Neighbouring Influences*. Doctoral Thesis, University of Pretoria, Pretoria Centrel.

Kar, M. & Tatlısöz, F. (2008) Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi, *KMU İİBF Dergisi*, 10 (14), 436-458

Karluk, R. (2013). *Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika* (Onuncu baskı). İstanbul: Beta Yayınları

Kaur, M., & Dhillon, S. S. (2010). Determinants Of Foreign Institutional Investors Investment In India. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 3(6), 57-70.

Khachoo, A. Q., & Khan, M. I., (2012). Determinants Of FDI İnflows To Developing Countries: A Panel Data Analysis. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de> (Erişim Tar:22.04.2019)

Krugell, W. (2005). The Determinant Of Foreign Direct Investment In Africa. Multinational Enterprises. *Foreign Direct Investment and Growth In Africa*, 49-71

Liu, T. (2008). Impact of Regional Trade Agreements on Chinese Foreign Direct Investment. *The Chinese Economy*, 41(5), 68-102.

Lucas, R. E. (1993). On The Determinants Of Foreign Direct Investment: Evidence From East and South-East Asia. *World Development*, 21, 391-406

Moosa, I. (2002). *Foreign Direct Investment Theory Evidence and Practise*, Great Britain Byantonyroweltd, London.

Oke, M.O., Adejayan, A.O., Kolapo, F. T., & Mokuolu, J. O. (2020). Pull and Push Factors As Determinant of Foreign Portfolio Investment in The Emerging Market, Risk Governance & Control: Financial Market & Institutions, 10(4), 33-43.

Özkan, G. (2018). *Türkiye 'de Yabancı Sermaye Yatırımları*, Cinius Yayınları, İstanbul.

Schneider, F., & Frey, B. S. (1985). Economic and Political Determinants Of Foreign Direct Investment. *World Development*, 13, 161-175.

Sharma, K., & Bandara, Y. (2010), Trends, Patterns and Determinants of Australian Foreign Direct Investment. *Journal of Economic Issues*, 44(3), 661-676.

Singhania, M., & Saini, N. (2017). Determinants of FPI In Developed and Developing Countries. *Global Business Review*, 19(1), 187–213.

Sofya Ticaret Müsteşarlığı (2017). *Bulgaristan'ın Genel Ekonomik Durumu ve Türkiye ile Ekonomik-Ticari İlişkileri (2016-2017)*, Sofya.

Tang, L. (2012). The Direction Of Cultural Distance On FDI: Attractiveness Or Incongruity? *Cross Cultural Management*, 233-256

Tocar, S. (2018) Determinants Of Foreign Direct Investment: A Review. *Review Of Economic Business Studies*, 11(1), 165-196.

Türksever, F. (2001). *Yabancı Doğrudan Yatırımların ve Portföy Yatırımlarının Karşılaştırmalı Analizi ve Türkiye'ye Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul.

UNCTAD (1998,2000,2010,2011,2013,2015,2017,2020,2021,2022). *World Investment Reports*

Wesso, G. (2001). The Dynamics Of Capital Flows in South Africa: An Empirical Investigation. *Quarterly Bulletin: South African Reserve Bank* .

Wheeler, D., & Mody, A. (1992). International Investment Location Decision: The Case Of U.S. Firms. *Journal Of International Economics*, 33, 57-76

Yıldız, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(1), 23-37.