



YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINI ETKİLEYEN KURUMSAL FAKTÖRLER: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÖRNEĞİ

Zekai ŞENOL¹ *
Elif ERER²

Öz

Yabancı sermaye yatırımlarını hukuk, eğitim, sivil ve politik haklar gibi kurumlar etkileyebilmektedir. Bunun yanında kurumların etkisi yabancı sermaye türüne ve ülkelerin gelişmişlik seviyesine göre değişebilmektedir. Bu çalışmada, 26 gelişmekte olan ve 29 gelişmiş olmak üzere toplam 55 ekonominin 2002-2017 dönemine ait verileri kullanılarak yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen kurumsal faktörler, kurumsal faktörlerin ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre değişip değişmediği ve kurumsal faktörlerin doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları türlerine göre değişip değişmediği araştırılmıştır. Çalışma sermaye birikimleri yetersiz ve yabancı sermaye yatırımları yoluyla ekonomik gelişme sağlamak isteyen ekonomiler açısından önem arz etmektedir. Genelleştirilmiş momentler yöntemiyle yapılan çalışma sonuçları, kurumsal faktörlerin yabancı sermaye yatırımlarını etkiledikleri ve kurumsal kalitenin yabancı sermaye yatırımlarını artırdığını göstermiştir. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları türlerine göre kurumsal faktör etkilerinin pek değişmediği, ancak ülkelerin gelişmişlik farkları esas alındığında yabancı sermaye yatırım türlerine göre kurumsal faktör etkilerinde bazı değişiklikler olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Sermaye Yatırımları, Kurumsal Faktörler, Doğrudan Yabancı Yatırımları, Yabancı Portföy Yatırımları, Panel Veri Analizi

JEL Kodları: F21, E60, C23

INSTITUTIONS FACTORS AFFECTING FOREIGN CAPITAL INVESTMENTS: EVIDENCE FROM DEVELOPED AND EMERGING COUNTRIES

Abstract

Institutions such as law, education, civil and political rights can affect foreign capital investments. In addition, the impact of institutions may vary depending on the type of foreign capital and the level of development of countries. In this study, using the data of 55 economies, 26 emerging and 29 developed countries, for the period of 2002-2017, it has been investigated that the institutional factors affecting foreign capital investments whether the institutional factors affecting foreign capital investments have changed according to the developmental levels of the countries and whether the institutional factors have been changed according to the types of foreign direct investments and foreign portfolio investments. The study is important for economies that have insufficient capital stocks and want to achieve economic development through foreign capital investments. The results of the study using generalized moments method showed that institutional factors affect foreign capital investments and that institutional quality increases foreign capital investments. Moreover, it was observed that the institutional factor effects did not change much according to the types of foreign direct investments and foreign portfolio investments. However, it is determined that there are some changes in institutional factor effects according to foreign investment types according to the development differences of countries.

Keywords: Foreign Capital Investments, Institutional Factors, Foreign Direct Investments, Foreign Portfolio Investments, Panel Data Analysis

JEL Codes: F21, E60, C23

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, İİBF, Bankacılık ve Finans Bölümü, ORCID 0000-0001-8818-0752

* **Sorumlu Yazar** (Corresponding Author): zsenol@cumhuriyet.edu.tr,

² Dr., Bağımsız Araştırmacı, ORCID 0000-0002-2238-4602

Başvuru Tarihi (Received): 25.11.2019 **Kabul Tarihi** (Accepted): 27.03.2020

Giriş

Dünya genelinde birçok ülke için yabancı sermaye yatırımlarından daha fazla pay alabilme önemli bir amaçtır. Politika yapıcılar, ülkelerinde istihdam sağlamak, gelir artırmak, teknoloji transferi oluşturmak, rekabeti artırmak için ülkelere yatırım yapacak firmaları ikna etme çabası yürütürler. Firmalar ise getirilerini artıracak, yatırımlarının riskini azaltacak, ekonomik ve politik avantajlar sağlayacakları ülkelere yatırım yapma gayreti içindedirler (Touchton, 2016: 217).

Yabancı sermaye yatırımları (YSY) ilgili literatüre göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) ve yabancı portföy yatırımları (YPY) şeklinde ikiye ayrılmaktadır. DYSY, uluslararası bir firmanın mal ve hizmet üretimiyle ilgili faaliyetlerinin birden fazla ülkede yapıldığı, yatırımla ilgili firma varlık ve haklarının mülkiyette bir değişim olmaksızın başka bir ülkeye transfer edildiği bir durumdur (Li & Resnick, 2003: 178). DYSY genellikle bilgi, beceri ve teknoloji yoğun endüstrilerde yoğunlaşmakta ve DYSY aynı zamanda iyi eğitilmiş, nitelikli işgücü ihtiyacını da artırmaktadır (Dutta & Yeboah, 2013: 163).

YSY'lerin iki unsuru olan DYSY'ler ile YPY'ler arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır. DYSY'ler yatırımcısına yönetim yetkisi sağlarken YPY'lerde genellikle yönetim yetkisi yoktur. DYSY'lerde karlılığı artırmak için verimliliği yükseltme, teknoloji geliştirme gibi imkanlar söz konusudur (Eğilmez, 2018: 60). Yatırım yapıldığında DYSY'ler likit değildir ve varlıkları elden çıkarmak maliyetlidir. DYSY'ler portföy yatırımlarına göre daha uzun bir zaman gerektirir ve yatırım getirileri finansal fırsatların değerlendirilmesinden ziyade mikro seviyedeki çabalara bağlıdır. DYSY'ler portföy yatırımlarına göre daha az oynaklık göstermektedirler (Ahlquist, 2006: 686). DYSY'lerden vazgeçmenin ve yatırım kararını değiştirmenin maliyeti yüksektir. Oysa portföy yatırımları genellikle piyasa değeri üzerinden değiştirilebilmektedir.

YPY'ler, kısa vadeli yatırımlar olarak çokuluslu şirketlerin doğrudan faaliyetlerini kapsamadığından demokratik kurumların engelleyici etkileri portföy yatırımları girişleriyle çok fazla ilgili değildirler. Portföy yatırımcıları, finansal ve mali teşviklerden yararlanmak, yatırım yaptığı ülkede pazar payını korumak veya yerli endüstrilerden gelen baskılardan korunmak ihtiyacı hissetmezler. YPY'ler için mülkiyet haklarının korunması önemli olduğundan demokratik ülkeler YPY'ler açısından daha güvenli yatırım alanlarıdır (Cao & Ward, 2014: 221).

Ekonomik gelişme üzerine olan literatür, 1990'ların sonlarından itibaren ülkeler arasındaki büyüme oranları ve kişi başına düşen milli gelir farklılıklarının nedenlerine ilişkin olarak ülkelerin kurumsal kalitesine odaklanmıştır. Özellikle etkin ekonomik ve politik özgürlüklerin genişletilmesi, sivil ve mülkiyet haklarının korunması, demokrasinin genel özellikleriyle tesis edilmesi, yolsuzluk seviyesinin azaltılması daha yüksek refah ile ilişkili olarak gösterilmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak yabancı sermaye yatırımlarının kurumsal belirleyicilerine yönelik akademik çalışmalarda artışlar görülmüştür. Kurumsal kalitenin yükselmesi, verimliliklerin artmasına, yatırımlarla ilgili belirsizliklerin azalmasına, yatırımlardan beklenen getirilerin artmasına neden olacak, böylelikle yatırımlar teşvik edilerek kalkınmanın destekleneceği beklenmektedir (Bénassy-Quéré, Coupet & Maylis, 2007: 764).

Temsili demokrasi altında demokratik kurumlar, yasama ve yürütme organlarının adil seçimi, vatandaşların oy ve rekabet etme hakları, bağımsız yargı ve sansürlerin kaldırılması gibi ifade ve örgütlenme özgürlüklerine ilişkin kurumsal hakları kapsar (Li & Resnick, 2003: 181). Gelişmiş politik haklara sahip ülkelerde politik değişimlerin ortaya çıkardığı olumsuzluklar giderilebilmekte böylece politik kararların yatırımlara olan olumsuz etkisi ortadan kalkmaktadır. Tersine durumda, zayıf politik kurumların bulunduğu, politik baskıların fazla olduğu, uzun dönem DYSY için gerekli istikrarı sağlayamayan, zayıf demokratik koşulların bulunduğu, öngörülemeyen hükümet müdahalelerinin söz konusu olduğu durumlarda yatırım maliyetleri artmaktadır (Gossel, 2017: 1034). Seçim süreçlerinde rekabetin olmayışı, hesap verme sorumluluğu olmayan temsilciler, yetersiz hukuk kuralları, ifade ve inanç özgürlüğünün sınırlandırıldığı

piyasa koşulları ticari işlemler için oldukça zor, borsalar için belirsizliktir. Bu tür ekonomilere yerli yatırımcıların yanı sıra yabancı yatırımcılar da yatırım yapmaktan çekinirler (Dutta & Yeboah, 2013: 16).

Demokrasi mülkiyet hakkını koruma mekanizmasının göstergesidir. Her bir yabancı yatırımcı için ülkenin detaylandırılmış varlık koruma sistemlerini anlamak zaman alıcı ve zor olacağından bunun yerine demokratik kurumları gözlemlemek daha kolaydır. Demokratik kurumlarla ilgili birçok rapor ve belgenin bulunması, vatandaşların ifade özgürlüğü, temsil edilme yeteneği ve adil seçim gibi yabancı ülkelerin politik sistemlerine ilişkin birçok ulaşılabilir kaynağın bulunmasından dolayı mülkiyet koruma sistemlerini anlamak yerine demokratik kurumlara bakılmaktadır. Mülkiyet haklarının korunmasından aynı zamanda özel mülkiyetin kamulaştırılması, yargı bağımsızlığı, yargıda yolsuzluğun varlığı, bireylerin ve işletmelerin sözleşmeden doğan haklarının yürürlüğe konması da anlaşılmaktadır (Cao & Ward, 2014: 223).

DYSY'lerin ülkelere girişini demokratik kurumlar bazı nedenlerle engelleyebilmektedir (Li & Resnick, 2003: 177): Seçilmiş hükümetler üzerindeki demokratik baskılar uluslararası firmaların oligopolistik veya monopolistik durumlarının zayıflamasına yol açabilir. Bu baskılar daha da ileri giderek hükümetlerin yabancı yatırımlara verdikleri teşvikleri engelleyebilir. Seçilmiş kurumlara geniş ulaşım, yaygın politik katılım ve yerli firmaların korunması ve teşvik edilmesi gibi taleplere demokratik kurumlar sıcak bakabilir. Demokrasiden kaynaklı olarak ortaya çıkan bu koşullar DYSY girişlerini azaltabilir.

Yukarıda ifade edilenlerden başka demokrasinin özel yatırımlara yönelik teşvikleri azalttığına ilişkin iki temel gerekçe söz konusudur (Feng, 2001: 272): İlk olarak demokrasi tüketim arzusunu artırarak tüketim talebinin artmasına böylece yatırımlara ayrılma potansiyeli olan varlıkların tüketilmesine yol açar. Diğerinde ise demokrasi orta düzey seçmen gelirlerinin düşük gelir düzeyindekilere yeniden dağılmasına sebep olmakta, yatırım ve tasarruf imkanları azalmaktadır. Popülizm kusurlarını inceleyen çalışmalardan sonra demokraside sermayenin kamulaştırılmasına yönelik isteklerin olabileceği endişesi ifade edilmektedir.

Kalitesi dünya standartlarına göre düşük düzeyde bulunan kurumlar işletme maliyetlerini artırarak vergi etkisi oluşturabilme ve sözleşmelerin kusurlu şekilde uygulanması, getirilerle ilgili gelecekteki belirsizliği artırarak yatırımları olumsuz etkileyebilme özelliklerine sahiptirler (Daude & Stein, 2007: 318). Burada ifade edilen kurumsal kaliteden kaynaklı bazı sebepler ülkeler arasındaki DYSY'leri etkileyebilmektedir (Bénassy-Quéré vd., 2007: 764): İyi yönetim altyapısı verimlilik beklentilerini artırarak yabancı sermaye yatırımlarını ülkelere çekebilir. Yolsuzluk gibi kötü kurumsal durumlar yabancı sermaye maliyetini artırabilir. Diğer bir neden ise zayıf hükümet etkisinden kaynaklı belirsizlikler, mülkiyet haklarının ve yasal sistemlerin zayıf şekilde veya rüşvete dayalı olarak uygulanması gibi nedenlere bağlı olarak ortaya çıkabilecek maliyetlere karşı yabancı sermaye savunmasız ve hassas haldedir. Son iki neden DYSY'lerin ülkelere ayrılarak başka ülkelere yönelmesine sebep olmaktadır.

Yukarıda ifade edildiği üzere DYSY'leri etkileyebilecek kurumlar içinde ifade edilen bir diğer unsur da yolsuzluktur. Genel olarak yolsuzluk DYSY girişlerini engelleyici bir özellik olarak nitelendirilse de, bu konuda yolsuzluğun DYSY'leri cezbedici niteliğinden de bahsedilmektedir. Bu konuda yaygın olarak "çarkları kumlama" ve "çarkları yağlama" olarak iki tezat durum söz konusudur. Çarkları kumlama hükümetlerin yanlış uygulamalarının bulunduğu yolsuzluk ortamında yabancı sermaye maliyetlerinin artmasından dolayı yolsuzluğun DYSY'yi engelleyeceği yönündedir. Yolsuzluk aşağıdaki nedenlerden dolayı DYSY'yi engelleyebilir: Rüşvetin ortaya çıkaracağı direkt maliyetlerin artması, bürokratik sorunların artmasına yol açılması, mülkiyet haklarının korunmasıyla ilgili şeffaflığı azaltması, kamu hizmetleri ve altyapı kalitesinin azaltılması ve yerel firmaların lehine eşit olmayan çalışma koşullarının sağlanması. Çarkları yağlama görüşü ise, yolsuzluğun neden olduğu olumsuzlukları telafi ederek DYSY'yi çekebileceğini işaret etmektedir.

Bu görüşe göre, yolsuzluk ve düşük kalite yönetim birleştiği durumda, kötü bir şekilde de olsa devlet memurlarına teşvik sağlamak, böylece yolsuzluk ağırlaştırıcı bürokratik işlemlerin hızlanmasını sağlamaktadır. Bundan dolayı yolsuzluk kötü yönetimi telafi ederek DYSY'lerin artmasına imkan sağlamaktadır (Bellos & Subasat, 2011: 565). Yolsuzluğun DYSY girişi üzerine etkisi benzer bir şekilde "yağmacı el" ve "yardımcı el" nitelemesiyle de teorik olarak açıklanmaktadır (Egger & Winner, 2005: 934). Yardımcı el teorisine göre aşırı düzenleme ve yetersiz yasal sistemin mevcudiyeti halinde bozuk otokrasi ile yabancı sermaye arasındaki ilişki çokuluslu şirketlerin piyasaya girmelerine yardımcı olabilir. Yolsuzluk bürokratik prosedürleri hızlandırma niteliğine sahiptir, böylece DYSY'yi harekete geçirebilir (Lucke & Eichler, 2016: 936).

Politik istikrar ya da istikrarsızlık ülkeler arasında gerçekleşen sermaye hareketlerinde belirleyicilik niteliği taşıyan kurumsal göstergelerdendir. Siyasal istikrarsızlık koşullarında, ekonomik belirsizlikler artmakta, geleceğe yönelik öngörüler azalmakta, yatırım planları yapılamamaktadır. İstikrarsız koşullarda tasarruflar değersiz hale gelmekte, buna karşın tüketim talepleri artmaktadır. İstikrarsız yapıların kargaşaya dönüşmesi halinde insanlar işlerinden ve sahip oldukları varlıklardan mahrum kalabilmekte, tasarruf imkanı ortadan kalkmaktadır.

Bu çalışmada, (1) YSY'yi etkileyen kurumsal faktörlerin belirlenmesi, (2) YSY'yi etkileyen kurumsal faktörlerin ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre değişip değişmediğinin araştırılması ve (3) kurumsal etkenlerin YSY türleri olan DYSY ve YPY'ye göre değişip değişmediğinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Literatürde yer alan çalışmalar genellikle DYSY'leri ele almaktadırlar. Bu çalışmanın literatürdeki çalışmalardan farkı, DYSY ve YPY ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayrımının aynı örneklem üzerinde uygulanarak kurumsal faktörlerin DYSY'ler ve gelişmekte olan ekonomilerde daha fazla etkili olup olmadığının araştırılmasıdır. Kurumsal yapının DYSY'lerde ve gelişmekte olan ülkelerde daha etkili olması beklenmektedir. DYSY'ler uzun vadeli ve sabit tesis yatırımlarıdır. Bu yüzden hukuk, politik istikrar, insani gelişim gibi kurumsal yapıdan YPY'lere göre daha fazla etkilenecektir. YSY'de kurumsal yapının, gelişmekte olan ekonomiler için daha önemli olduğu düşünülmektedir. Gelişmiş ekonomilerde genel olarak hukukun üstünlüğü, insani ve politik haklar, insani gelişim gibi kurumsal faktörler zaten istenilen standartlarda ya da istenilen standartlara yakın düzeydedir. Gelişmiş ekonomiler arasında bu faktörler bakımından önemli farklılıklar görülmemektedir. Buna karşın, gelişmekte olan ekonomiler arasında hukukun üstünlüğü, beşeri haklar, politik haklar, politik istikrar, insani gelişim, rüşvet ve yolsuzluk gibi kurumsal yapı unsurlarında önemli farklılıklar görülmektedir. Kurumsal faktörler gelişmiş ülkelerde daha iyi koşullarda bulunurken gelişmekte olan ülkelere kurumsal faktörlerin bu standartlarda olduğunu söylemek güçtür. Bu nedenlerle, gelişmekte olan ekonomilere yönelik YSY'lerin kurumsal faktörlerden daha fazla etkilenmesi beklenmektedir.

1. Literatür

Literatürde bulunan çalışmaların büyük bir kısmı DYSY'yi konu edinirken, YPSY'yi ele alan çalışmalar daha az sayıdadır. Bunun sebebi olarak DYSY verilerine ulaşmanın daha kolay olması gösterilebilir. DYSY verileri Dünya Bankası, UNCTAD gibi kuruluşlarca kolaylıkla sağlanmaktadır. Ayrıca DYSY tutarları sabit sermaye yatırım unsurlarından meydana gelirken, YPY'ler pay senetleri ve borçlanma araçları olarak en az iki temel unsurdan meydana gelmektedir. Bu durum DYSY ile YPY arasında verilerin elde edilmesi bakımından farklılıkların oluşmasına neden olabilir.

YSY'yi etkileyen kurumsal etkenler olarak araştırmacılar tarafından, hukukun üstünlüğü, varlık ve yatırımcı koruma hakları, politik haklar ve özgürlükler, politik istikrar, insan hakları, yolsuzluk, kültürel ve dini değerler, coğrafi faktörler ve bölgesel yakınlık, demokrasi, hesap verebilirlik ve şeffaflık gibi değişik nitelikte faktörler literatürdeki çalışmalarda kullanılmıştır.

Feng (2001), 1978-1988 dönemi ve 42 gelişmekte olan ekonomiye ait verilerle yaptığı çalışmada, yatırımcıların varlık piyasalarına yatırım yapma kararlarını, demokratik ve politik kurumların etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Mülkiyet hakları ve özel yatırımları etkileyebilecek belirleyiciler olarak politik özgürlükler, politik istikrarsızlık ve politik belirsizlik değişken olarak kullanılmıştır. Çalışma sonuçları; politik özgürlüklerin özellikle insan sermayesini geliştirerek özel yatırımları teşvik ettiğini, politik istikrarsızlığın özel yatırımlar üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu ve politik belirsizliğin özel yatırımları olumsuz şekilde etkilediğini göstermiştir. Benzer sayılabilecek çalışmada daha çok demokratik hakları konu edinen Gossel (2017) DYSY ile demokratik sermaye, demokratik haklar arasındaki ilişkiyi 42 Sahraaltı Afrika (SSA) ülkelerine ait verilerle 1972-2014 döneminde araştırmıştır. Demokratik sermaye, Persson ve Tabellini (2009) ve Jeitschko, Linz, Noguera ve Semykine (2014) çalışmalarında kullanılan demokratik sermaye endeksiyle ölçümlenmiştir. Demokratik haklar ise Freedom House tarafından oluşturulan politik haklar ve sivil özgürlükler endeksleriyle ifade edilmiştir. Çalışmada, demokratik sermayenin çağdaş demokrasiden (sivil özgürlükler ve politik haklar) daha önemli olduğu, DYSY'nin demokrasi bileşenlerine göre demokratik sermaye birikiminden daha fazla etkilendiğini, DYSY'nin demokrasisi daha gelişmiş ülkelerde demokratik sermaye birikimine daha fazla yanıt verdiği ve DYSY'nin sivil özgürlüklere tepki vermediği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Li ve Resnick (2003), 1982-1995 dönemine ait gelişmekte olan ülkeler örneğinde, demokratik kurumların DYSY girişleri üzerine olan etkilerini araştırmışlardır. Sonuçlar daha iyi mülkiyet koruma haklarının ülkelerin daha fazla DYSY almalarına imkan verdiğini ve demokrasinin ülkelerde mülkiyet koruma haklarını artırdığını, böylece ülkenin yabancı yatırım için daha cazip hale geldiğini göstermiştir. Yerel politik ve demokratik olayların esas alındığı çalışmada Jensen (2008) ve Belçika İhracat Kredi Ajansından (ONDD) elde ettiği verileri kullanarak hükümet el koymaları ve sözleşme sorunları gibi uluslararası yatırımcıların faaliyetlerine zarar verebilecek yerli politik olayların, çokuluslu firmaların ödedikleri sigorta primlerine etkisini doğrudan test etmiştir. Çalışma sonuçları, demokratik kurumların çok uluslu firmaların risklerini azalttığını, demokratik rejimlerin daha düşük risk seviyeleriyle ilişkili olduklarını göstermiştir.

Egger ve Winner (2005), 1995-1999 dönemi için 73 gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomi örneğinde yapılan analizlerde DYSY girişleri ile yolsuzluk arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlar, yolsuzluk ile DYSY arasında pozitif ilişki olduğu, yani yolsuzluğun DYSY girişlerin artırdığı göstermiştir. Aynı şekilde Bellos ve Subasat (2011), 1990-2005 dönemi ve 15 yatırım alan geçiş ekonomisi ülke ile 24 kaynak ülkeden elde ettiği veriler yardımıyla yolsuzluk ile DYSY arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Sonuçlar, seçili geçiş ekonomileri örneğinde yüksek yolsuzluk seviyesinin yüksek DYSY ile ilişkili olduğu, DYSY ile yolsuzluk arasında karşılıklı nedensellik bulunduğunu göstermiştir. Ortaya çıkan bu iki sonuç, DYSY literatüründe ifade edilen “yardımcı el” görüşünü ampirik olarak desteklemiştir. Bayar ve Alakbarov (2016) ise yolsuzluk ile DYSY girişi arasındaki ilişkiyi 23 gelişmekte olan piyasa ekonomisi örneğiyle Westerlund-Durbin Hausman eşbütünleşme testiyle incelemiştir. Sonuçlar yolsuzluk kontrolü ve hukukun üstünlüğünün DYSY yatırımları üzerinde etkiye sahip olmadığını göstermiştir.

Giofre (2013), 2001-2006 dönemine ilişkin, 14 temel yatırımcı ülkesindeki (kaynak ülke) pay senetleri ve borç menkul kıymetlerinden oluşan portföy yatırımları verileri kullanarak yatırımcı koruma haklarının sınır ötesi yatırımları nasıl etkilediğini araştırmıştır. Sonuçlar, yatırımcı koruma yasalarının yabancı yatırımlar üzerine önemli derecede etkiye sahip olduğunu, güçlü hissedar haklarının yabancı portföy yatırımlarını teşvik ettiğini göstermiştir. Latin Amerika'da yatırımları bulunan şirketlerin CEO ve diğer karar alıcılarıyla yaptıkları anket çalışmasıyla Biglaiser ve Staats (2010) DYSY'leri etkileyen politik kurumları belirlemek amacıyla politik, ekonomik ve coğrafik faktörlerin yatırımlar üzerine etkisini araştırılmışlardır. Çalışmada, mülkiyet hakları, hukukun üstünlüğüne bağlılık, etkili ve verimli mahkeme sistemlerinin yatırımcılar için önemli konular olduğu belirlenmiştir. Bulgular politik risk faktörleri gerçeğini ortaya çıkarmıştır. Benzer konular Wang, Lixin ve Tian (2012) tarafından, 2002-2004 döneminde, Çin'in 120 şehrinde, 12.000 firma

ile yapılan anket çalışmasıyla zayıf hukuksal yapının bulunduğu koşullarda güçlü ekonomik temellerin DYSY alıp almayacağını araştırılmıştır. Çalışmada iyi ekonomik temellerin hukukun üstünlüğünün bulunmadığı koşullar altında DYSY çekebileceği, hukuk üstünlüğünün olmadığı bir ülke modelinde, bir bölgenin ekonomik yapısı geliştirilerek daha fazla yatırım alabileceği test edilmiştir. Wang, Lixin ve Tian (2012), uzun dönem kariyer ufkuna sahip ve kendi itibarını düşünen hükümet liderlerinin daha fazla yatırım çekebileceğini ima etmektedirler.

Literatürdeki çalışmaların büyük bir kısmında DYSY'ler esas alınmıştır. Bu konuda Daude ve Stein (2007), 34 kaynak ülke ve 152 yatırım alan ülkeden meydana gelen DYSY stok değerleriyle, 1982-2002 dönemine ilişkin veriler yardımıyla DYSY'nin kurumsal belirleyicilerini araştırmışlardır. Çalışmada, kurumsal kalitenin DYSY yatırımlarını pozitif etkilediği, bazı kurumların diğerlerinden daha fazla öneme sahip oldukları, özellikle hukuk ihlalleri, yasal düzenleme ve politik belirsizlikler, aşırı düzenleme sorumlulukları, hükümet istikrarsızlığı DYSY'lerin önündeki engeller olduğu ortaya konulmuştur. Bénassy-Quéré vd., (2007) ise, 1985-2000 döneminde 52 ülkeden sağladıkları verileri kullanarak kaynak ve yatırım alan ülke açısından DYSY'lerin belirleyicilerini, DYSY'lerde kurumların rollerini açıklamaya çalışmışlardır. Çalışmada kurumların kişi başına düşen GSYH'dan bağımsız olduğu, yani kurumsal kalitenin ekonomik gelişmişlikten bağımsız olduğu anlaşılmıştır. Çalışmada, bürokrasi, yolsuzluk, bankacılık sektörü ve yasal kurumların DYSY girişinin önemli belirleyicileri olduğu, iyi kurumların ülkelere yapılan DYSY yatırımlarını artırdığı ve kurumsal mesafenin iki yönlü olarak DYSY'yi azalttığı belirlenmiştir.

Lucke ve Eichler (2016) 1995-2009 döneminde 29 kaynak ülke ve 65 yatırım alan ülke örneğini kullanarak panel veri analiziyle DYSY'lerin kurumsal ve kültürel belirleyicilerini belirlemeye çalışmıştır. Sonuçlar, kurumsal ve kültürel belirleyicilerin DYSY açısından önemli olduğunu, gelişmekte olan ülkelere yönelen DYSY'nin daha iyi kurumlardan pozitif şekilde etkilendiğini, kültürel değişkenlerde ise, yabancı yatırımcı yatırım yapacağı ülkelerde daha az dinsel ve etnik çeşitlilik aradığını, yatırım yapılan ülke ile yatırımcının bulunduğu ülke (kaynak ülke) arasındaki büyük kültürel farklılıklardan uzak durulduğunu göstermiştir. Buchanan vd. (2012) 1996-2006 döneminde 164 ülkeden topladığı verilerle panel veri analiziyle kurumsal kalitenin DYSY düzeyi ve dalgalanması üzerine etkisini araştırmıştır. Bu çalışmayı DYSY'lerle ilgili diğer çalışmalardan ayıran en önemli özellik ise DYSY belirleyicilerine ek olarak DYSY dalgalanmasını da ele almasıdır. Çalışmada, iyi kurumsal kalitenin DYSY için önemli olduğu görülmüştür. Çalışma kurumsal kalitenin DYSY üzerinde pozitif ve önemli etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Çalışmada ayrıca kurumsal kalitenin DYSY dalgalanmasıyla negatif ve önemli derecede ilişkili olduğu anlaşılmıştır. Bu çalışmadan, ülkelerdeki kurumsal kalite düzeyi arttıkça, ülkelere yönelen DYSY'lerin daha istikrarlı hale geldiği yönünde çıkarım yapmak mümkündür.

YPY'lerle ilgili olarak, Cao ve Ward (2014) 2001-2005 dönemine ait verilerle, hem yatırım yapan, hem de yatırım alan ülkeler düzeyinde, portföy yatırımlarının politik belirleyicilerini araştırmışlardır. Çalışmada, portföy yatırımlarının genellikle demokratik ülkelere daha fazla yöneldiği, portföy yatırımlarının mülkiyet koruma hakları tarafından etkilendiği, portföy yatırımları girişinin hesap verebilirlikten etkilendiği, buna karşın yönetici kısıtlamaları ve hukukun üstünlüğünden etkilenmediği tespit edilmiştir. Benzer şekilde fakat daha farklı bakış açısıyla Berkel (2004), 1997-2001 döneminde 38 ülkeden elde ettiği verilerle uluslararası pay senetleri portföylerinin kurumsal belirleyicilerini araştırmıştır. Çalışmada, coğrafi yakınlık ve ortak yasal köken şeklinde ölçümlenen bilgi asimetrisi, alternatif şekilde ortak olarak kullanılan dil veya sömürgecilğe dayanan bir geçmişin çok büyük ölçüde ve önemli derecede uluslararası pay senetleri portföylerini etkilediği, buna karşın sermaye akışı kısıtlamaları gibi doğrudan engellerin YPY'lere etkisinin görülmediği anlaşılmıştır.

DYSY ve YPY'lerin birlikte incelendiği çalışmalar ise Ahlquist (2006), Kinda (2012) ve Touchton (2016) tarafından yapılmıştır. Ahlquist (2006), 1985-2002 dönemine ait 90 gelişmekte olan ülke örneğinde, ekonomik politikanın portföy yatırımları ve DYSY'ler üzerine etkilerini

araştırmıştır. Çalışmada, portföy yatırımlarının hükümet uygulamalarına ve mali politika sonuçlarına duyarlı olduğu ve hükümet uygulamalarında ortaya çıkan yeni durumlara göre portföy yatırımcılarının portföylerini yeniden düzenledikleri, portföy yatırımlarının ekonomi politikalarıyla ilişkili olduğu görülmüştür. DYSY'nin politik kurumlara portföy yatırımlarından daha hassas olduğu, DYSY'nin daha demokratik rejimlere yöneldiği, doğrudan yatırımcıların makro seviyede ekonomik politika sonuçlarına duyarlı olmadıkları fakat demokratik politik kurumlarla ilgilendikleri görülmüştür. Daha istikrarlı ve daha demokratik politik kurumlara sahip ülkelerin DYSY'ler için daha cazip olduğu belirlenmiştir. Bu sonuçlar, ekonomik koşulların YPY'leri daha fazla etkilerken, demokratik, politik ve kurumsal yapının DYSY'leri daha fazla etkilediğini vurgulamaktadır.

Kinda (2012), 1970-2003 dönemine ait 58 gelişmekte olan ülke örnekleminde DYSY ve YPY'nin belirleyicilerini tespit etmeye çalışmıştır. Sonuçlar, fiziksel altyapının DYSY girişini hızlandırdığı, finansal gelişimin portföy yatırımları üzerinde pozitif ve doğrusal olmayan bir etkiye sahip olduğunu, sermaye kontrolü ve ekonomik büyümenin gelişmekte olan ülkelerde sermaye akışlarının etkilediğini göstermiştir. Touchton (2016) ise, adil seçimlerin DYSY ve YPY'ye etkisini 1990-2013 dönemine ait verilerle panel veri analiziyle incelemiştir. Çalışma sonuçları, portföy yatırımlarının politik risk faktörlerine DYSY'den daha fazla hassas olduklarını göstermiştir. Adil olmayan seçim davranışının portföy yatırımlarını azalttığı, ne adil olmayan seçim davranışı ne de algılarının istatistiksel olarak DYSY ile bağlantılı olmadığı, politik haklar ve demokrasinin DYSY'yi etkilediği görülmüştür. DYSY ile YPY'nin birlikte incelendiği çalışmalarda, kurumsal etkenlerin DYSY ve YPY'leri genel olarak farklı şekilde etkiledikleri görülmektedir.

Daha önceki çalışmalarda insan sermayesi DYSY'nin belirleyicisi şeklinde kullanılırken Dutta ve Osei-Yeboah (2013) politik haklar ve sivil özgürlüklerin varlığı halinde insan sermayesiyle gelişmekte olan ülkelere yapılan DYSY girişleri arasındaki ilişkinin arttığını, iyi kurumların varlığı halinde insan sermayesinin DYSY faydalarını artırdığını ve DYSY'lerin daha etkin hale geldiğini belirlemiştir.

Kant (2018) 1999-2010 dönemi ve 48 gelişmekte olan ülke örnekleminde yaptığı çalışmada pay ve borçlanma araçları piyasalarında görülen daha büyük finansal açıklık seviyesinin daha kaliteli kurumlara yol açtığını belirlemiştir. Chen vd. (2019) 2000-2011 dönemi, 47 ülkeden elde ettikleri verilerle daha iyi kurumsal kaliteye sahip ülkelerdeki firmaların daha zayıf kurumsal kaliteye sahip ülkelerdeki firmalardan daha yüksek yatırım verimliliğine sahip olduklarını tespit etmişlerdir.

Yukarıda açıklanan literatür çalışmaları genel sonuç olarak; iyi kurumların yatırım risklerini azalttığı, YSY'leri daha istikrarlı hale getirdiği, kurumsal kalitenin YSY girişlerini artırdığı, DYSY ile YPY'lerin kurumlardan daha farklı şekil ve düzeylerde etkilenebildiklerini ortaya çıkarmıştır.

2. Veri Seti

Bu çalışmada, 26 gelişmekte olan ekonomi ve 29 gelişmiş ekonomi olmak üzere toplam 55³ ülkenin 2002-2017 dönemine ait yıllık verileri kullanılmıştır. Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) sınıflandırmasına göre belirlenmiştir. Veriler, Dünya Bankası (WB), Uluslararası Para Fonu (IMF), Birleşmiş Milletler

³ Bu ülkeler; Arjantin, Avustralya, Avusturya, Bangladeş, Belçika, Brezilya, Kanada, Çin, Danimarka, Mısır, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hindistan, Endonezya, İtalya, Japonya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Pakistan, Filipinler, Portekiz, Rusya, Singapur, Güney Afrika, İspanya, İsveç, İsviçre, Tayland, Tunus, Türkiye, İngiltere, ABD, Uruguay, Bulgaristan, Şili, Macaristan, İsrail, Nijerya, Paraguay, Polonya, Romanya, Suudi Arabistan, Ukrayna, Çekya, Estonya, Slovakya, Ürdün, Kuveyt ve Litvanya'dan oluşmaktadır.

Kalkınma Programı (UNDP) ve Freedom House'den alınmıştır (Tablo 1). Çalışma örnekleme ve değişkenlerin belirlenmesinde ilgili literatür ve verilere ulaşılabilirlik belirleyici olmuştur.

Tablo 2: *Değişkenler ve Açıklamaları*

Değişkenler	Açıklamalar	Kaynak
DYSY	Doğrudan yabancı yatırımlar, GSYH'nın oranı olarak net girişi göstermektedir.	Dünya Bankası, Dünya Gelişme Göstergeleri
YPY	Yabancı portföy yatırımları, GSYH'nın oranı olarak yükümlülükleri göstermektedir.	Portföy Yatırımları, Yükümlülükler, IMF
Hukuk	-2,5 ile 2,5 arasındaki sıralamadır. Yüksek not, hukukun üstünlüğünü göstermektedir.	Dünya Bankası, Yönetim Göstergeleri
Yolsuzluk Kontrolü	-2,5 ile 2,5 arasındaki sıralamadır. Yüksek not, yolsuzlukla mücadelenin yüksekliğini göstermektedir.	Dünya Bankası, Yönetim Göstergeleri
Politik İstikrar ve Şiddet/Terör Yokluğu (PISTIKRAR)	-2,5 ile 2,5 arasındaki sıralamadır. Yüksek not, politik istikrar ile şiddet/terörün yokluğunu göstermektedir.	Dünya Bankası, Yönetim Göstergeleri
Sivil Hakları (SIVILHK)	Notlar 1-7 arasında sıralanmaktadır. Düşük not özgürlüğü, yüksek not kısıtlılığı ifade etmektedir.	Freedom House
Politik Haklar (POLITIKHK)	Notlar 1-7 arasında sıralanmaktadır. Düşük not özgürlüğü, yüksek not kısıtlılığı ifade etmektedir.	Freedom House
İnsani Gelişim (IGE)	Eğitim, sağlıklı yaşam ve ekonomik koşullar esas alınarak hesaplanan endekstir.	Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP)
Eğitim	Ülkelerin eğitim seviyelerini gösteren endekstir.	Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP)

Not: İnsan hakları ve politik haklar sıralaması tersine çevrilmiş, yüksek notun özgürlüğü, düşük notun kısıtlılığı göstermesi sağlanmış, böylece parametre katsayıları ile beklenen etki arasındaki uyum sağlanmıştır.

Çalışmada YSY'leri etkileyen kurumsal faktörlerin belirlenmesi amaçlanmıştır. Yukarıda görüldüğü üzere YSY'leri belirlemeye yönelik çalışmalar literatürde bulunmaktadır. Bu nedenle, bu çalışmada farklı olarak bu faktörlerin ülkelerin gelişmişlik düzeyine ve YSY türlerine (DYSY ve YPY) göre değişip değişmediği, değişiyorsa nasıl bir değişim gösterdiğinin belirlenmesi hedeflenmiştir. Bu çerçevede çalışmada aşağıdaki hipotezler test edilmiştir.

H_{a0} = Kurumsal faktörlerin YSY'lere etkisi yoktur.

H_{b0} = Kurumsal faktörlerin YSY'lere etkisi ülke gelişmişlik düzeylerine göre değişmemektedir.

H_{c0} = Kurumsal faktörlerin etkisi DYSY ve YPY'ye göre değişmemektedir.

Tablo 3: Özet İstatistik Tablosu

	DYSY	YPY	HUKUK	YOLSUZLUK	PISTIKRAR	SIVILHK	POLITIKHK	IGE	EGITIM
Tüm Ülkeler									
Ortalama	4.045090	0.023929	0.626572	0.584186	0.144418	5.615909	5.702273	0.797051	0.741861
Medyan	2.373450	0.015650	0.605950	0.376200	0.359200	6.000000	7.000000	0.822000	0.777500
Maksimum	86.61080	0.627900	2.100300	2.470000	1.755200	7.000000	7.000000	0.953000	0.941000
Minimum	-15.98920	-0.238600	-1.427200	-1.496500	-2.810000	1.000000	1.000000	0.443000	0.280000
Standart Sapma	6.756335	0.046062	0.949471	1.078917	0.953052	1.612726	1.810724	0.112123	0.139793
Çarpıklık	4.945807	2.690760	-0.133352	0.134690	-0.715568	-0.911790	-1.285896	-0.946863	-0.842937
Basıklık	41.78967	39.28985	1.769921	1.779900	2.720075	2.674933	3.445171	3.331532	3.062168
Jarque-Bera	58757.68	49350.17	58.08820	57.24433	77.97201	125.8074	249.7839	135.5241	104.3546
Gözlem Sayısı	880	880	880	880	880	880	880	880	880
Gelişmiş Ülkeler									
Ortalama	4.683305	0.032695	1.273983	1.254515	0.735454	6.771552	6.907328	0.873325	0.838728
Medyan	2.631400	0.028250	1.403100	1.376700	0.877800	7.000000	7.000000	0.884000	0.850000
Maksimum	86.61080	0.224700	2.100300	2.470000	1.755200	7.000000	7.000000	0.953000	0.941000
Minimum	-15.98920	-0.238600	-0.260100	-0.444100	-1.626300	5.000000	5.000000	0.724000	0.667000
Standart Sapma	8.362169	0.050973	0.614917	0.819037	0.556728	0.440362	0.311809	0.046337	0.060383
Çarpıklık	4.403493	-0.247254	-0.632928	-0.312885	-1.566689	-1.593482	-3.431698	-0.733681	-0.627245
Basıklık	31.68274	6.871040	2.330776	1.776869	6.499899	4.323427	14.84038	2.969521	2.716661
Jarque-Bera	17405.08	294.4368	39.63823	36.49435	426.6356	230.2251	3621.149	41.64551	31.97780
Gözlem Sayısı	464	464	464	464	464	464	464	464	464
Gelişmekte Olan Ülkeler									
Ortalama	3.333235	0.014153	-0.095540	-0.163489	-0.514815	4.326923	4.358173	0.711976	0.633817
Medyan	2.187300	0.009150	-0.136200	-0.317750	-0.516450	4.000000	5.000000	0.727000	0.631000
Maksimum	28.01690	0.627900	1.825300	2.325600	1.585600	7.000000	7.000000	0.932000	0.862000
Minimum	-0.945500	-0.091300	-1.427200	-1.496500	-2.810000	1.000000	1.000000	0.443000	0.280000
Standart Sapma	4.208188	0.037596	0.704445	0.808948	0.867101	1.460763	1.844322	0.102333	0.123008
Çarpıklık	3.330716	10.52409	0.722092	1.124677	-0.122586	-0.007000	-0.358003	-0.465498	-0.403683
Basıklık	15.67220	172.3581	3.023180	4.103315	2.736894	2.404826	2.014408	2.972964	2.825670
Jarque-Bera	3552.628	504836.7	36.16091	108.7996	2.241790	6.143411	25.72362	15.03643	11.82535
Gözlem Sayısı	416	416	416	416	416	416	416	416	416

Tablo 4: Korelasyon Matrisi

Tüm Ülkeler	DYSY	YPY	HUKUK	YOLSUZLUK	PISTIKRAR	SIVILHK	POLITIKHK	IGE	EGITIM
DYY	1.0000								
YPY	-0.010(0.752)	1.000							
HUKUK	0.184(0.000)	0.252(0.000)	1.000						
YOLSUZLUK	0.203 (0.000)	0.258(0.000)	0.968(0.000)	1.000					
PISTIKRAR	0.199(0.000)	0.178(0.000)	0.816(0.000)	0.797(0.000)	1.000				
SIVILHK	0.091(0.006)	0.218(0.000)	0.690(0.000)	0.662(0.000)	0.679(0.000)	1.000			
POLITIKHK	0.038(0.257)	0.198(0.000)	0.609(0.000)	0.581(0.000)	0.567(0.000)	0.933(0.000)	1.000		
IGE	0.155(0.000)	0.158(0.000)	0.845(0.000)	0.813(0.000)	0.789(0.000)	0.630(0.000)	0.546(0.000)	1.000	
EGITIM	0.147(0.000)	0.149(0.000)	0.770(0.000)	0.739(0.000)	0.746(0.000)	0.694(0.000)	0.599(0.000)	0.938(0.000)	1.000
Gelişmiş Ülkeler	DYSY	YPY	HUKUK	YOLSUZLUK	PISTIKRAR	SIVILHK	POLITIKHK	IGE	EGITIM
DYY	1.000								
YPY	-0.061(0.188)	1.000							
HUKUK	-0.013(0.766)	0.270(0.000)	1.000						
YOLSUZLUK	0.009(0.843)	0.279(0.000)	0.962(0.000)	1.000					
PISTIKRAR	0.026(0.569)	0.131(0.004)	0.507(0.000)	0.484(0.000)	1.000				
SIVILHK	0.033(0.473)	0.201(0.000)	0.599(0.000)	0.545(0.000)	0.549(0.000)	1.000			
POLITIKHK	-0.0277(0.551)	0.226(0.000)	0.535(0.000)	0.489(0.000)	0.263(0.000)	0.490(0.000)	1.000		
IGE	-0.071(0.124)	0.143(0.001)	0.843(0.000)	0.789(0.000)	0.268(0.000)	0.468(0.000)	0.409(0.000)	1.000	
EGITIM	-0.020(0.661)	0.049(0.289)	0.650(0.000)	0.612(0.000)	0.233(0.000)	0.283(0.000)	0.283(0.000)	0.812(0.000)	1.000
Gelişmekte Olan Ülkeler	DYSY	YPY	HUKUK	YOLSUZLUK	PISTIKRAR	SIVILHK	POLITIKHK	IGE	EGITIM
DYY	1.000								
YPY	0.055(0.256)	1.000							
HUKUK	0.542(0.000)	0.018(0.704)	1.000						
YOLSUZLUK	0.604(0.000)	0.011(0.811)	0.936(0.000)	1.000					
PISTIKRAR	0.461(0.000)	0.006(0.896)	0.762(0.000)	0.789(0.000)	1.000				
SIVILHK	0.039(0.426)	0.098(0.044)	0.297(0.000)	0.330(0.000)	0.353(0.000)	1.000			
POLITIKHK	-0.096(0.049)	0.086(0.077)	0.199(0.000)	0.240(0.000)	0.212(0.000)	0.892(0.000)	1.000		
IGE	0.385(0.000)	-0.059(0.222)	0.655(0.000)	0.652(0.000)	0.724(0.000)	0.149(0.000)	0.058(0.236)	1.000	
EGITIM	0.310(0.000)	-0.030(0.530)	0.477(0.000)	0.490(0.000)	0.623(0.000)	0.309(0.000)	0.173(0.000)	0.885(0.000)	1.000

Not: Parantez içindeki değerler olasılıkları ifade etmektedir.

Tablo 2’de çalışmada kullanılan değişkenlere ait özet istatistikler görülmektedir. Buna göre, her üç ülke grubunda da, ülkelere yönelen DYSY’lerin YPY’lerden daha fazla olduğu görülmektedir. Öte yandan gelişmiş ülkelere yönelen DYSY ve YPY’lerin gelişmiş ülkelere yönelenlerden daha fazladır. Hukukun üstünlüğü, yolsuzlukla mücadele ve politik istikrar ve şiddet/terör yokluğu değişkenlerine ait ortalamaların gelişmekte olan ülkelerde negatif olduğu, aynı değişkenin gelişmekte olan ülkelerde ise pozitif olduğu, dolayısıyla bu değişkenlerle ilgili koşulların gelişmiş ülkelerde daha yüksek olduğu söylenebilir. Aynı şekilde sivil haklar, politik haklar, insani gelişim endeksi ve eğitim endeksi ortalamalarında da ortaya çıkan değerler, gelişmiş ülkelerde bu değişkenlerin ifade ettiği koşulların gelişmiş ülkelerde daha yüksek olduğunu işaret etmektedir. Bu sonuçlar gelişmiş ülkelerdeki kurumsal kalitenin gelişmekte olan ekonomilerden daha yüksek olduğu anlamına gelmektedir.

Tablo 3’deki korelasyon katsayıları ve anlamlılık düzeylerine baktığımızda, tüm ülkeler grubunda politik hakların DYSY ile olan ilişkisi hariç, kurumsal faktörlerin DYSY ve YPY’ler ile ilişkili oldukları ve bu ilişkinin pozitif yönde olduğu görülmektedir. Ülke gruplarında bakıldığında ise, gelişmiş ülkelerin YPY’ler ile, gelişmekte olan ülkelerin DYSY’ler ile daha çok ilişkili oldukları anlaşılmaktadır. Kurumsal faktörlerin kendi aralarındaki ilişkilere bakıldığında, gelişmekte olan ülkeler grubundaki insani gelişim endeksi ile politik haklar arasındaki korelasyon hariç tüm kurumsal faktörlerin tüm gruplarda birbirleriyle anlamlı korelasyon ilişkisine sahip oldukları görülmektedir. Buradan ülkelerdeki hukuk, eğitim, insani ve politik haklar, yolsuzlukla mücadele gibi kurumların birbirinden bağımsız olmadıkları, kurumların birbirlerini etkiledikleri, kurumsal kalitenin bir bütün olarak ortaya çıktığı söylenebilir.

Kurumsal faktörler arasındaki yüksek derece ve anlamlı korelasyon katsayıları DYSY ve YPY’ler için ikişer model kurulmasını gerekli hale getirmiştir. Bu çerçevede DYSY ve YPY’lerin kurumsal belirleyicilerini tespit etmek için aşağıdaki modeller oluşturulmuştur.

Model 1:

$$DYSY_{it} = \beta_0 + \beta_1 DYSY_{it-1} + \beta_2 Hukuk_{it} + \beta_3 Sivilhk_{it} + \beta_4 Politikhk_{it} + \beta_5 Egitim_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Model 2:

$$DYSY_{it} = \beta_6 + \beta_7 DYSY_{it-1} + \beta_8 Pistikrar_{it} + \beta_9 Ige_{it} + \beta_{10} Yolsuzluk_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Model 3:

$$YPY_{it} = \beta_{11} + \beta_{12} YPY_{it-1} + \beta_{13} Hukuk_{it} + \beta_{14} Sivilhk_{it} + \beta_{15} Politikhk_{it} + \beta_{16} Egitim_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Model 4:

$$YPY_{it} = \beta_{17} + \beta_{18} YPY_{it-1} + \beta_{19} Pistikrar_{it} + \beta_{20} Ige_{it} + \beta_{21} Yolsuzluk_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

3. Ampirik Bulgular

Çalışmada ilk olarak tüm ülkeler, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı içerip içermediği incelenmiştir. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçları Tablo 4’de yer almaktadır. Tablo 4’de yer alan yatay kesit bağımlılığı test sonuçları incelendiğinde, tüm ülkeler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için tüm değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı içerdiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 5: Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları

	Breusch-Pagan LM	CD LM1	CD LM2	Pesaran CD
Tüm Ülkeler				
DYSY	2808.113***	23.2691***	21.43577***	25.22559***
YPY	2661.254***	20.57433***	18.741***	17.14808***
Hukuk	5132.654***	65.92303***	64.0897***	11.21819***
Yolsuzluk	5203.285***	67.21906***	65.38573***	0.383861
Pistikrar	4304.5***	50.72691***	48.89358***	15.09059***
İge	21125.88***	359.389***	357.5557***	144.7001***
Eğitim	17099**	285.4982***	283.6648***	126.516***
Gelişmiş Ülkeler				
DYSY	803.4759***	12.9309***	11.9643***	17.7866***
YPY	800.9430***	12.8420***	11.8754***	8.3847***
Hukuk	120.796***	41.6132***	40.6466***	10.8008***
Yolsuzluk	1620.167***	41.5912***	40.6245***	13.7780**
Pistikrar	1120.446***	24.0544***	23.0877***	17.8759***
İge	5844.846***	189.8484***	188.8817***	76.2796***
Eğitim	4616.468***	146.7408***	145.7741***	66.1466***
Gelişmekte Olan Ülkeler				
DYSY	678.203***	12.833***	11.967***	11.027***
YPY	663.854***	12.241***	11.374***	11.161***
Hukuk	971.252***	24.339***	23.472***	11.574***
Yolsuzluk	981.130***	24.715***	23.849***	11.408***
Pistikrar	1143.916***	31.100***	30.234***	11.520***
İge	4588.644***	166.214***	165.374***	67.185***
Eğitim	3841.968***	136.927***	136.060***	59.549***

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 önem seviyelerinde anlamlılıkları göstermektedir.

Değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı içermesi nedeniyle, değişkenlerin durağanlıklarının incelenmesinde ikinci nesil birim kök testi olan Pesaran (2007) testinden yararlanılmıştır. Pesaran birim kök test sonuçları Tablo 5’de yer almaktadır. Sivil haklar ve politik haklar değişkenleri endeks ya da fiyat gibi süreklilik göstermeyen, kesikli veri olmalarından dolayı birim kök analizine dahil edilmemiştir.

Tablo 5’de yer alan tüm ülkelere yönelik birim kök test sonuçlarına göre, hem sabit terimli hem de sabit terim ve trendli birim kök testleri açısından, DYSY ve YPY değişkenleri düzey değerlerinde; hukukun üstünlüğü, yolsuzlukla mücadele, politik istikrar ve terör varlığı, insani gelişim endeksi ve eğitim değişkenlerinin ise birinci farklarında durağan hale geldikleri ifade edilebilir.

Değişkenlerin durağanlıklarının incelenmesinin ardından, doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımlarının kurumsal belirleyicilerini ortaya koymak amacıyla oluşturulan modellerde gözlenemeyen heterojenliğin varlığı araştırılmıştır. Modellerde gözlenemeyen heterojenliğin olması ve dikkate alınmaması durumunda, modeller sapmalı ve tutarsız olarak tahmin edilecektir.

Tablo 6: Pesaran CADF (2007) Birim Kök Testi Sonuçları

Tüm Ülkeler		
	Sabit Terimli	Sabit Terim ve Trendli
Değişkenler		
DYSY	-2.172(1)**	-3.882(0)***
YPY	-2.249(1)***	-3.099(0)***
Hukuk	-1.918(1)	-2.234(1)
ΔHukuk	-3.755(1)***	-3.809(0)***
Yolsuzluk	-1.640(1)	-2.292(1)
ΔYolsuzluk	-3.624(1)***	-3.686(0)***
Pistikrar	-2.005(1)	-2.393(0)
ΔPistikrar	-3.995(1)***	-4.224(0)***
İge	-2.229(1)***	-2.042(1)
Δİge	-3.144(1)***	-3.165(0)***
Eğitim	-2.302(2)***	-2.139(2)
ΔEğitim	-3.104(1)***	-3.331(1)***
Kritik Değerler	% 1 -2.200	%1 -2.720
	%5 -2.080	%5 -2.590
	%10 -2.010	%10 -2.530
Gelişmiş Ülkeler		
DYSY	-2.157(1)**	-4.230(0)***
YPY	-2.186(1)**	-3.232(0)***
Hukuk	-2.024(1)	-2.252(1)
ΔHukuk	-2.644(1)***	-4.013(0)***
Yolsuzluk	-1.692(1)	-2.309(1)
ΔYolsuzluk	-2.378(1)***	-3.475(0)***
Pistikrar	-1.548(1)	-2.505(0)
ΔPistikrar	-2.441(1)***	-4.537(0)***
İge	-2.052(1)	-2.493(1)
Δİge	-2.751(1)***	-3539(0)***
Eğitim	-1.453(2)	-1.907(2)
ΔEğitim	-2.732(1)***	-2.942(1)***
Kritik Değerler	% 1 -2.320	%1 -2.830
	%5 -2.150	%5 -2.670
	%10 -2.070	%10 -2.580
Gelişmekte Olan Ülkeler		
DYSY	-2.188(1)**	-2.784(1)**
YPY	-2.183(1)**	-3.096(0)***
Hukuk	-1.493(1)	-1.998(1)
ΔHukuk	-2.331(1)***	-3.685(0)***
Yolsuzluk	-1.643(1)	-2.056(1)
ΔYolsuzluk	-2.300(1)**	-3.737(0)***
Pistikrar	-2.031(2)	-2.032(2)
ΔPistikrar	-2.556(1)***	-3.004(1)***
İge	-2.059(1)	-1.972(1)
Δİge	-2.908(0)***	-3.039(0)***
Eğitim	-2.066(1)	-2.229(1)
ΔEğitim	-2.177(1)**	-3.458(0)***
Kritik Değerler	% 1 -2.320	%1 -2.830
	%5 -2.150	%5 -2.670
	%10 -2.070	%10 -2.580

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 önem seviyelerinde anlamlılıkları ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler Akaike bilgi kriterine göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Çalışmada gözlenemeyen heterojenliği test etmek amacıyla Breusch-Pagan LM testi ve F testinden yararlanılmıştır. Sonuçlar Tablo 6'da yer almaktadır. Tablo 6'da yer alan sonuçlar incelendiğinde, tüm ülkeler, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için oluşturulan modellerde gözlenemeyen heterojenliğin dikkate alınması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Heterojenliğin, diğer bir ifadeyle birim etkilerin, varlığı durumunda dinamik panel veri modelinin Havuzlanmış Klasik EKK

yöntemi ve Genelleştirilmiş EKK yöntemi ile tahmini sapmalı sonuçlar vermektedir. Bu nedenle dinamik panel veri modellerinin tahmininde, birim etkileri dikkate alan ve birim etkiler ile bağımsız değişkenlerin korelasyonlu olmasına izin veren “birinci fark tahmincisi” veya “genelleştirilmiş momentler tahmincisi” kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2012: 70).

Tablo 7: Breusch-Pagan LM Testi ve F Testi Sonuçları

Tüm Ülkeler				
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Breusch-Pagan LM Testi	1009.67***	1008.62***	2.01***	58.34***
F Testi	12.20***	12.92***	21.14***	2.83***
Gelişmiş Ülkeler				
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Breusch-Pagan LM Testi	396.56***	385.16***	16.68***	14.47***
F Testi	9.67***	9.33***	3.03***	3.07***
Gelişmekte Olan Ülkeler				
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Breusch-Pagan LM Testi	997.84***	905.45***	948.83***	945.88***
F Testi	26.09***	23.10***	11.09***	11.14***

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 önem seviyelerinde anlamlılıkları ifade etmektedir.

Çalışmada DYSY ve YPY kurumsal belirleyicilerine yönelik oluşturulan modeller dinamik bir yapıya sahip olmalarından dolayı, modellerde içsellik sorunu bulunmaktadır. Bu nedenle modellerin tahmininde, içsellik sorunu dikkate alarak bunu ortadan kaldıran Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un iki aşamalı sistem genelleştirilmiş momentler yönteminden (GMM) yararlanılmıştır.

Tablo 8: Tüm Ülkeler İçin Model Tahmin Sonuçları

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
L.DYSY	0.5686*** (0.0004)	0.5688*** (0.0003)	-	-
L.YPY	-	-	0.3353*** (0.0025)	0.3337*** (0.0030)
Hukuk	0.4402*** (0.0274)	-	0.0056*** (0.0003)	-
Sivilhk	0.4031*** (0.0347)	-	0.0032*** (0.000)	-
Politikhk	-0.4532*** (0.0333)	-	-0.0006*** (0.0003)	-
Yolsuzluk	-	0.5025*** (0.0152)	-	0.0100*** (0.0004)
Pistikrar	-	0.0361** (0.0187)	-	-0.0048*** (0.0005)
İge	-	1.8315*** (0.0152)	-	0.0133*** (0.0003)
Eğitim	2.4217*** (0.1679)	-	0.0034 (0.0023)	-
Wald Ki-kare	439000***	340000***	556178***	116000***
AR(1)	-2.26***	-2.25***	-2.11***	-2.11***
AR(2)	0.94	0.96	1.10	1.08
Sargan	505.04***	503.96***	254.79***	255.42***
Fark-Hansen	4.06	1.60	0.14	0.80
Hansen GMM	53.13	51.05	49.94	54

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 önem seviyelerinde anlamlılıkları ifade etmektedir. L, değişkenin bir dönem gecikmesinin alındığını göstermektedir.

Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un iki aşamalı sistem genelleştirilmiş momentler tahmincisi, "birinci fark dönüşümü" yerine "ortogonal sapmalar" yöntemini kullanmaktadır. Bu sayede, birinci fark tahmincisinde ortaya çıkan, bazı birimlere ilişkin verilerin tümüyle kaybolabilme sorunu ortadan kalkmaktadır. Bu yöntemde, birinci fark tahmincisinde olduğu gibi cari dönem ile bir önceki dönem arasında fark alınması yerine, söz konusu değişkenin tüm mümkün gelecek değerlerinin ortalamasının farkı alınmaktadır. Bu sayede veri kaybı en düşük seviyeye inmektedir. Bu yöntem, hem hata terimlerinde otokorelasyon hem de sabit ve değişen varyans durumlarına dirençlidir. Bu yöntemde, orijinal ve dönüştürülmüş olmak üzere iki sistemli bir eşitlik kurularak değişkenler tahmin edilmektedir. Blundell ve Bond (1998), T'nin küçük olduğu durumlarda (N>T) dinamik panel veri modelinin etkin olarak tahmin edilebilmesi amacıyla yararlanılan moment şartının önemini vurgulamışlardır. Diğer bir ifadeyle, sistem GMM yöntemi N>T durumunda kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2012: 86-87). Sarafidis vd. (2009), dinamik panel veri modellerinde heterojen yatay kesit bağımlılığı altında sistem GMM tahmincisinin standart GMM tahmincisine göre güvenilir sonuçlar verdiğini ifade etmişlerdir. Tablo 7'de tüm ülkeler için Model 1, Model 2, Model 3 ve Model 4'e ilişkin Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un iki aşamalı sistem genelleştirilmiş momentler tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 7'deki Sargan, Fark Hansen ve Hansen-GMM test sonuçları, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olmadığı, modellerde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğunu ifade etmektedir. Bu sonuçlara göre eğitim hariç tüm değişkenlerin hem DYSY'leri hem de YPY'leri etkiledikleri görülmektedir. Eğitim ise sadece DYSY'leri etkilemiş görünmektedir. Değişkenlerden politik istikrar ve şiddet/terör sadece YPY'leri negatif etkilerken, politik hakların hem DYSY'leri hem de YPY'leri negatif yönde etkilediği anlaşılmaktadır. Diğer değişkenlerin katsayıları pozitifdir. Geçmiş dönem DYSY ve YPY'ler cari dönem DYSY ve YPY'leri pozitif yönde etkilemiştir.

Tablo 9: Gelişmiş Ülkeler İçin Model Tahmin Sonuçları

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
L.DYSY	0.5277*** (0.0049)	0.5350*** (0.0031)	-	-
L.YPY	-	-	0.4623*** (0.0170)	0.4779*** (0.0118)
Hukuk	0.1760 (0.2429)	-	0.0142*** (0.0018)	-
Sivilhk	0.8325*** (0.2417)	-	0.0046*** (0.0016)	-
Politikhk	-0.3341* (0.1955)	-	0.0071*** (0.0020)	-
Yolsuzluk	-	0.1522 (0.0933)	-	0.0073*** (0.0009)
Pistikrar	-	0.2824*** (0.1216)	-	0.0011 (0.0015)
İge	-	1.9356*** (0.2511)	-	0.0063*** (0.0011)
Eğitim	-1.7270*** (0.8868)	-	-0.0972*** (0.0119)	-
Wald Ki-kare	164844***	242244***	4336***	8034***
AR(1)	-2.12**	-2.13***	-3.20	-3.21
AR(2)	1.13	1.17	1.04	1.07
Sargan	311.75	310.77	205.82	203.56
Fark-Hansen	1.72	2.70	1.17	1.23
Hansen GMM	26.08	25.39	27.85	26.39

*Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 önem seviyelerinde anlamlılıkları ifade etmektedir. L, değişkenin bir dönem gecikmesinin alındığını göstermektedir.*

Tablo 8’de gelişmiş ülkeler için Model 1, Model 2, Model 3 ve Model 4’e ilişkin Arellano ve Bover/Blundell ve Bond’un iki aşamalı sistem genelleştirilmiş momentler tahmin sonuçları yer almaktadır. Sargan, Fark Hansen ve Hansen-GMM test sonuçları, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olmadığı, modellerde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğunu ifade etmektedir. Elde edilen sonuçlara göre; hukukun üstünlüğü ve yolsuzlukla mücadele değişkenleri sadece YPY’leri, politik istikrar ve şiddet/terör değişkeni ise sadece DYSY’yi pozitif şekilde etkilemiştir. Yani bu değişkenler YSY türlerinden sadece bir tanesini etkilemişlerdir. Sivil haklar ve insani gelişim DYSY ve YPY’leri pozitif şekilde; politik haklar DYSY’yi negatif, YPY’yi pozitif şekilde ve eğitim değişkeni ise DYSY ve YPY’yi negatif şekilde etkilemiştir. Gelişmiş ülke grubunda özellikle hukuk ve yolsuzlukla mücadele değişkenlerinin DYSY’lere göre YPY’ler için daha önemli olduğu, buna göre politik istikrar ve şiddet/terör değişkeninin YPY’lere göre DYSY’de daha önemli olduğu söylenebilir. Gelişmiş ülkeler grubunda eğitimin katsayısı beklentinin tersine negatif çıkmıştır. Bu grupta YPY’lerin kurumsal faktörlere DYSY’lerden daha duyarlı olduğu ifade edilebilir. Ayrıca geçmiş dönem DYSY ve YPY’lerin cari dönem DYSY ve YPY’leri pozitif yönde etkiledikleri görülmektedir.

Tablo 9’da gelişmekte olan ülkeler için Model 1, Model 2, Model 3 ve Model 4’e ilişkin Arellano ve Bover/Blundell ve Bond’un iki aşamalı sistem genelleştirilmiş momentler tahmin sonuçları yer almaktadır. Sargan, Fark Hansen ve Hansen-GMM test sonuçları, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olmadığı, modellerde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğunu ifade etmektedir. Hukuk, politik haklar ve eğitim değişkenlerinin sadece DYSY’leri etkilediği, sivil haklar, yolsuzlukla mücadele, politik istikrar ve şiddet/terör yokluğu ve insani gelişim değişkenlerinin hem DYSY hem de YPY’leri birlikte etkiledikleri anlaşılmaktadır. Burada politik haklar ile politik istikrar ve şiddet/terör değişkenlerinin katsayıları negatiftir. Eğitim değişkeni ise sadece DYSY’yi etkilemiştir. Politik istikrar ve şiddet/terör değişkeni DYSY ve YPY’leri negatif yönde etkilemiştir. Buna göre gelişmekte olan ülkelerde politik istikrarsızlık, şiddet ve terör olduğu ve bunun YSY’leri olumsuz etkilediği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler grubunda kurumsal faktörlerin YPY’lere göre DYSY’leri daha fazla etkiledikleri söylenebilir. YSY’lere ait geçmiş dönem verilerinin cari dönem YSY’leri pozitif etkilediği anlaşılmaktadır.

Tablo 10: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Model Tahmin Sonuçları

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
L.DYSY	0.8076*** (0.0115)	0.7913*** (0.0092)	-	-
L.YPY	-	-	0.0450*** (0.0079)	0.0582*** (0.0064)
Hukuk	0.5116*** (0.1336)	-	0.0006 (0.0005)	-
Sivilhk	0.1896** (0.0964)	-	0.0035*** (0.0006)	-
Politikhk	-0.2228*** (0.0442)	-	-0.0001 (0.0004)	-
Yolsuzluk	-	0.8938*** (0.0810)	-	0.0058*** (0.0006)
Pistikrar	-	-0.2302*** (0.0719)	-	-0.0059*** (0.0010)
İge	-	0.9843*** (0.1469)	-	0.0156*** (0.0003)
Eğitim	1.3898*** (0.4620)	-	-0.0026 (0.0035)	-
Wald Ki-kare	11083.87***	16255.15***	6525.56***	5397.92***
AR(1)	-2.31***	-2.32***	-2.21***	-2.21***
AR(2)	-0.84	-0.84	-0.79	-0.49
Sargan	221.40***	221.68***	274.44***	272.81***
Fark-Hansen	1.07	-3.18	-1.04	1.29
Hansen GMM	21.91	20.36	20.76	21.60

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 önem seviyelerinde anlamlılıkları ifade etmektedir. L, değişkenin bir dönem gecikmesinin alındığını göstermektedir

Çalışmada ortaya çıkan sonuçları genel olarak değerlendirdiğimizde aşağıdaki sonuçlara ulaşmak mümkündür: Kurumsal faktörlerin büyük bir kısmı YSY'leri etkilemektedir. Tüm ülkeler örneğinde görüldüğü üzere kurumsal faktörlerin etkisi YSY türüne göre pek değişmemiş, DYSY ve YPY'lerin kurumsal faktörlerden büyük oranda aynı şekilde etkilendiğini söylemek mümkündür. Ülkelerin gelişmişlik düzeylerine bakıldığında ise kurumsal faktörlerin etkilerinde bazı değişiklikler söz konusudur. Gelişmiş ülkelerde kurumsal faktörler DYSY'lere göre YPY'leri daha fazla etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise kurumsal faktörler YPY'lere göre DYSY'leri daha fazla etkilemişlerdir. Buradan gelişmiş ülkelerde YPY'lerin, gelişmekte olan ülkelerde ise DYSY'lerin kurumsal kaliteye daha duyarlı olduğu ifade edilebilir. Ortaya çıkan parametre katsayıları genel olarak beklentilerle uyumlu olmasına rağmen gelişmiş ülkelerdeki eğitim değişkeni katsayısı beklentilerin tersine negatif olarak ortaya çıkmıştır.

Sivil haklar ve insani gelişimin bütün modellerde etkisi anlamlı olduğu gibi bu değişkenlerin katsayıları tamamen pozitifdir. Katsayısı tamamen pozitif olan diğer değişkenler ise yolsuzlukla mücadele ve hukukun üstünlüğüdür. Sonuçlara göre, sivil ve insan haklarındaki ilerlemeler, yüksek düzeyde insani gelişim, yolsuzlukla mücadeledeki başarı, hukukun üstünlüğüne riayet konuları doğrudan YSY'leri artırmaktadır. Politik haklar, politik istikrar ve şiddet/terör ile eğitim değişkenlerinin katsayıları bazı modellerde pozitif bazılarında ise negatiftir. Buna göre, bu değişkenlerin örneklem genelinde düzeylerinin farklı oldukları, yatırımcılar tarafından bu faktörlerin farklı şekillerde değerlendirildikleri söylenebilir.

Literatürde ortaya çıkan sonuçlar ile bu çalışma bulguları büyük oranda benzerlikler taşımaktadır. Literatürdeki çalışmalar genel olarak kaliteli kurumların YSY'leri olumlu etkilediğini göstermekte, bu çalışma sonuçları da genel olarak kurumsal kalitenin YSY'leri pozitif şekilde

etkilediğini göstermiştir. Bu çalışma bulgularıyla literatür sonuçlarını kurumsal faktörler çerçevesinde aşağıda ele alınmıştır.

Bu çalışmada hukukun üstünlüğünün YSY'leri pozitif etkilediği görülmüştür. Daude ve Stein (2007) hukuk engellerinin YSY'leri olumsuz etkilediği sonucuna ulaşırken Bayar ve Alakbarov (2016) hukukun DYSY'leri etkilemediğini görmüşlerdir. Gossel (2017) çalışmasında sivil hakların DYSSY'i etkilemediği sonucuna ulaşırken bu çalışmada sivil hakların YSY'leri pozitif etkilediği ortaya çıkmıştır. Politik haklarla ilgili sonuç Touchton (2016) çalışmasıyla benzerlik göstermektedir.

Yolsuzluk değişkeni literatürde birçok çalışmada kullanılmış ve farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmada yolsuzlukla mücadelenin YSY'leri pozitif etkilediği görülmüştür. Bu sonuç Bénassy-Quéré vd. (2007) çalışmasındaki sonuçla paralellik göstermektedir. Oysa Bayar ve Alakbarov (2016) yolsuzluk ile DYSY arasında ilişki olmadığını ortaya koymuştur. Egger ve Winner (2005) ile Bellos ve Subasat (2011) çalışmalarında ortaya çıkan DYSY ile yolsuzluk arasında pozitif ilişki bu çalışma sonucuyla farklılıklar göstermektedir. Politik istikrar ve şiddet/terör değişkeninin YSY'leri negatif etkilediğine ilişkin sonuç Feng (2001) ile Daude ve Stein (2007) sonuçlarıyla benzerlikler göstermektedir.

Bu çalışmanın bütününde kurumsal kalitenin YSY'leri artırdığı görülmektedir. Ortaya çıkan bu bütünsel sonuç Buchanan vd. (2012) ve Lucke ve Eichler (2016) çalışmalarındaki genel sonuçlara benzemektedir.

4. Sonuç

Ekonomik yapının faaliyetlerini yürütmesinde ve amaçlarını gerçekleştirmesinde, hukuksal yapı, eğitim sistemi, bireysel hak ve hürriyetler, kültürel, etnik ve dinsel değerler, politik yapı gibi kurumlarla değişik nitelikte ilişkiler söz konusudur. Bu yüzden, demokrasisi gelişmiş, hukukun üstünlüğüne sahip, sivil toplumu güçlü, kurumları kaliteli, beşeri sermayesi nitelikli toplumlarda ekonomik üretkenliğin daha fazla ve piyasaların daha istikrarlı olması beklenmektedir. Küreselleşmenin itici gücü olarak yabancı sermaye hareketleri artarak günümüzde küresel ekonomide önemli bir ekonomik unsur haline gelmiştir. Ekonomi yönetimleri, küresel sermaye hareketlerinden daha fazla pay almak adına ekonomik, politik, yasal birçok değişim ve dönüşümü gerçekleştirmişlerdir. YSY'ler amaçlarını gerçekleştirmek amacıyla ülkelerin faiz, döviz kuru, enflasyon gibi ekonomik parametrelerinin yanında yatırım yaptıkları ülkelerde, yatırım iklimlerini etkileyebilecek hukuk, beşeri sermaye, yolsuzluk, politik istikrar, insan hakları gibi kurumsal yapılara da dikkat edebilmektedirler.

Bu çalışmada 2002-2017 dönemine ait 29 gelişmiş ve 26 gelişmekte olmak üzere toplam 55 ülke örneğinde YSY'lerin kurumsal belirleyicileri, kurumsal belirleyicilerin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre değişip değişmediği ve kurumsal faktörlerin DYSY ve YPY'na göre değişip değişmediği genelleştirilmiş momentler yöntemiyle (GMM) araştırılmıştır.

Çalışma sonuçları hukukun üstünlüğü, bireysel haklar, yolsuzlukla mücadele, insani gelişim gibi kurumsal faktörlerin YSY'leri etkilediğini, genel olarak kaliteli kurumların YSY'leri artırdığını ortaya çıkarmıştır. Kurumsal faktörlerin ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre etkilerinde kısmi de olsa bazı farklılıklar söz konusudur. Kurumsal faktörlerin gelişmiş ülkelerde daha çok YPY'lerde, gelişmekte olan ülkelerde ise DYSY'lerde daha etkin olduğu görülmüştür. Tüm ülkeler örneğinde ise kurumsal faktörlerin YSY türlerine etkisiyle ilgili bariz farklar yoktur. Ortaya çıkan bu sonuçlara göre, genel olarak kurumsal faktörlerin YSY türlerine etkisi noktasında farklılıkların olmadığı, ancak ülkeler gelişmişlik düzeylerine göre ayrıldığında ve bu gelişmişlik farkları dikkate alındığında kurumsal faktörlerin DYSY ve YPY'lere olan etkilerinde kısmi farklılıkların ortaya çıktığı söylenebilir. Ortaya çıkan bu sonuçlar, cari açığı bulunan, yatırımlar için yeterli kaynakları olmayıp uluslararası yatırımlara ihtiyaç duyan ülkeler için yol gösterici niteliktedir. Bu bakımdan, ekonomik performansın yanında kurumsal performansın da YSY'ler

için gerekli olduğu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca sonuçlar, uluslararası sermaye yatırımcıları, uluslararası portföy yöneticileri açısından da kullanılabilirlik taşımaktadır.

Kaynakça

- Ahlquist, J. S. (2006). Economic policy, institutions and capital flow: Portfolio and direct investment flows in developing countries. *International Studies Quarterly*, 50(3), 681-704.
- Asteriou, D., & Hall, S.G. (2007). *Applied econometrics: A modern approach using Eviews and Microfit revisited edition*. Newyork: Palgrave Macmillan.
- Bayar, Y., & Naib, A. (2016). Corruption and foreign direct investment inflows in emerging market economies. *Ecoforum Journal*, 5(2), 303-308.
- Bellos, S., & Turan, S. (2012). Corruption and foreign direct investment: A panel gravity model approach. *Bulletin of Economic Research*, 64(4), 565-574.
- Bénassy-Quéré, A., Coupet, M., & Maylis, M. (2007). Institutional determinants of foreign direct investment. *World Economy*, 30(5), 764-782.
- Berkel, B. (2007). Institutional determinants of international equity portfolios-a country-level analysis. *The BE Journal of Macroeconomics*, 7(1), 1-40.
- Biglaiser, G., & Joseph, L. S. (2010). Do political institutions affect foreign direct investment? A survey of US corporations in Latin America. *Political Research Quarterly*, 63(3), 508-522.
- Buchanan, B. G., LE, Quan V., & Meenakshi R. (2012). Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 21, 81-89.
- Cao, X., & Ward M. D. (2014). Do democracies attract portfolio investment? Transnational portfolio investments modeled as dynamic network. *International Interactions*, 40(2), 216-245.
- Chen, D., Yu, X., & Zhang, Z. (2019). Foreign direct investment covoment and home country institutions. *Journal of Business Research*, 95, 220-231.
- Daude, C., & Stein, E. (2007). The quality of institutions and foreign direct investment. *Economics and Politics*, 19(3), 317-344.
- Dutta, N., & Osei-Yeboah, K. (2013). A new dimension to the relationship between foreign direct investment and human capital: The role of political and civil rights. *Journal of International Development*, 25(2), 160-179.
- Egger, P., & Winer, H. (2005). Evidence on corruption as an incentive for foreign direct investment. *European Journal of Political Economy*, 21(4), 932-952.
- Eğilmez, M. (2018). *Değişim sürecinde Türkiye, Osmanlı'dan Cumhuriyet'e sosyo-ekonomik bir değerlendirme* (8. Basım). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Feng, Y. (2001). Political freedom, political instability, and policy uncertainty: A study of political institutions and private investment in developing countries. *International Studies Quarterly*, 45(2), 271-294.
- Giofre, M. (2013). Investor protection rights and foreign investment. *Journal of Comparative Economics*, 41(2), 506-526.
- Gossel, S. J. (2017). Democratic capital, democratic rights and FDI in Sub-Saharan Africa. *Journal of International Development*, 29(8), 1033-1061.

- Jensen, N. (2008). Political risk, democratic institutions, and foreign direct investment. *The Journal of Politics*, 70(4), 1040-1052.
- Kant, C. (2018). Financial openness & institutions in developing countries. *Research in International Business and Finance*, 46, 240-250.
- Kinda, T. (2012). On the drivers of FDI and portfolio investment: A simultaneous equations approach. *International Economic Journal*, 26(1), 1-22.
- Li, Q., & Resnick, A. (2003). Reversal of fortunes: Democratic institutions and foreign direct investment inflows to developing countries. *International Organization*, 57(1), 175-211.
- Lucke, N., & Eichler, S. (2016). Foreign direct investment: The role of institutional and cultural determinants. *Applied Economics*, 48(11), 935-956.
- Sarafidis, V., Yamagata, T., & Robertson, D. (2009). A test of cross section dependence for a linear dynamic panel model with regressors. *Journal of Econometrics*, 148(2), 149-161
- Tatoğlu, F. Y. (2012). *İleri panel veri analizi: Stata uygulamalı*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Touchton, M. (2016). Campaigning for capital: investment in comparative perspective. *International Interactions*, 42(2), 271-294.
- UNCTAD. (2018). *World investment report. investment and new industrial policies*. New York.
- Wang, X., Lixin C. X., & Tian Z. (2012). Foreign direct investment under a weak rule of law. *Economics of Transisiton*, 20(3), 401-424.