



Prof. Dr. Mustafa Emir Arş. Gör. Ahmet Kurtaran

# Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarında Politik Risk Ursu

Prof. Dr. Mustafa EMİR  
Arş. Gör. Ahmet KURTARAN

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü

## Özet

Bu çalışmanın amacı, doğrudan yabancı yatırım projelerinin net bugünkü değerlerinde, yatırım yapılan ülkedeki politik risk sebebiyle oluşabilecek değişiklikleri ortaya koymaktır. Politik riskin etkisi, politik işletme riski ve kamulaştırma riski olmak üzere iki kısımda incelenmiştir. Politik işletme riskinin olmaması durumunda eğer kamulaştırma riski belli bir seviyenin altında ise, yatırım yapılan ülke hükümetleri politik işletme riskini çeşitli uygulamalarla negatife indirebilirler. Böylelikle yatırım projelerinin pozitif bir net bugünkü değere sahip olmasını sağlayarak ülkelerine doğrudan yabancı yatırımların gelmesini teşvik etmiş olurlar. Sonuç olarak, yatırımcılar yabancı bir ülkede yatırım kararı verirken gelecekteki nakit akışlarındaki riskin en az olduğu seçeneği tercih etmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Doğrudan yabancı yatırım, politik risk, net bugünkü değer

## Abstract (Political Risk Factor on The Foreign Direct Investment Decisions)

The aim of this study is to investigate the alterations on foreign direct investment's net present value appearing from the political risk in the host country. The impact of political risk has been examined from two aspects such as political operating risk and political expropriation risk. If political operating risk is zero, host country governments can reduce political operating risk to negative with various methods. Thus, they obtain that investment projects has positive net present value and support foreign direct investment. Consequently, investors prefer to alternative which risk in future cash flows is least while they give a decision to investment in a foreign country.

**Key Words:** Foreign direct investment, political risk, net present value

## 1. Giriş

Doğrudan yabancı yatırımları etkileyen birçok ekonomik ve sosyo-politik faktör bulunmaktadır. Örnek olarak; pazarın büyüklüğü ve işçilik maliyetleri gibi ekonomik faktörlerin yanı sıra sosyo-politik faktörlerden biri olarak yatırımın yapılacağı ülkedeki politik olaylara bağlı olarak gelişen politik risk sayılabilir. Politik risk, çokuluslu yatırım projelerinden beklenen

nakit akışlarında değişikliklere yol açmakta ve yatırımların karlılığını olumsuz yönde etkilemektedir. Politik riskin ortaya çıkış nedenlerinden biri; yatırımcının kendi ülkesiyle, yatırım yaptığı ülke (ev sahibi ülke) arasındaki ilişkilerin değişmesidir. Yine ev sahibi ülke ile diğer ülkeler arasındaki ilişkilerden kaynaklanan politik risklere de rastlamak mümkündür. Doğrudan yabancı yatırım yapacak olan yatırımcı çok

büyük riskleri göze almak suretiyle ev sahibi ülkeye gelmektedir. Aslına bakılacak olursa, ev sahibi ülkeler de doğrudan yatırım türlerini tercih etmektedirler. Çünkü ev sahibi ülkenin beklentileri, ancak doğrudan yatırımlar vasıtasıyla gerçekleşmektedir. İşte bu nedenle ev sahibi ülkeler bu tür yatırımları çekmek ve onlara hukuki himaye kazandırmak istemektedirler.

Bu çalışmanın amacı; politik riskin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini araştırmak ve yatırım projelerinden beklenen nakit akışlarındaki politik riskten kaynaklanan değişiklikleri belirlemektir. Bu amaç doğrultusunda öncelikle doğrudan yabancı yatırımları etkileyen diğer faktörler ve riskler üzerinde kısaca durulmuştur. Daha sonra politik risk ve çeşitleri, politik riski oluşturan etmenler ve politik riskin etkileri açıklanmıştır. Son olarak da politik riskin de mevcut olduğu bir projeye yatırım yapıp yapılmayacağını belirlemek için politik riske göre düzeltilmiş net bugünkü değer yöntemi kullanılarak bir uygulama yapılmıştır.

## 2. Doğrudan Yabancı Yatırım

### 2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım Kavramı

Doğrudan yabancı yatırım, bir şirketin (çok uluslu şirket) üretimini ana merkezin bulunduğu ülkenin sınırları dışına yayarak yabancı ülkelerde yalnız başına veya ortaklarla yeni bir şirket kurması veya var olan yerli bir firmayı satın alarak ya da onun sermayesini artırarak kendine bağlı duruma getirmesi olarak tanımlanabilir. Burada yatırımı yapan asıl şirkete “ana şirket”, bir ana merkeze bağlı olarak ülke sınırları dışında faaliyet gösteren şirkete “yavru şirket”, “yabancı sermaye şirketi” veya “şube” adı verilmektedir.

Bunun dışında eğer yabancı hisse senetleri veya tahviller gibi sermaye piyasası araçlarına veya yabancı para piyasası araçlarına yatırım yapılırsa bunlara yabancı mali yatırımlar ya da portföy yatırımları denmektedir.

DYY'larda ana şirket, yalnızca yavru şirketin mülkiyetini elinde bulundurmakla kalmaz, aynı zamanda onun yönetimini de kendi denetimi altında tutar. Yavru şirket

genellikle ana şirketin teknolojisinden, yönetim bilgi ve becerisinden, ticari sırlarından, ticaret unvanından ve diğer avantajlarından yararlanmaktadır. Bunun karşılığında ise ana şirkete, karının belli bir kısmını veya tamamını aktarmaktadır.

### 2.2. DYY Kararlarını Etkileyen Ekonomik Riskler

DYY analizlerinde dikkate alınması gereken iki önemli riskten biri olan ekonomik riskler; enflasyon riski ve kur değişimlerinden oluşur.

Bir şirketin kur riski ile karşılaşma ihtimali, faaliyet gösterdiği sektöre ve girdi kaynaklarının özelliklerine göre farklılık göstermektedir. Döviz kurunun aşırı dalgalanması, dengesiz bir makroekonomik çevreye işaret edebilir ve yabancı yatırımları olumsuz yönde etkileyebilir. Bu nedenle sabit döviz kuru sistemi, DYY'lara esnek döviz kuru sisteminden daha fazla olanak sağlamaktadır. Çok uluslu bir şirket, döviz kuru riskine maruz kalmasının kazanç veya kayıplarını, döviz kurunun değişiminden önceki ve sonraki net bugünkü değerler arasındaki farka bakarak görebilmektedir.

Çok uluslu bir şirket, enflasyonun olduğu bir ülkede yatırım kararı verirken enflasyonu mutlaka hesaba katmak zorundadır. Enflasyonu dikkate almadan verilmiş bir karar, ÇUŞ'lar için negatif sonuçlar doğurabilir. Yatırım yapılan ülkedeki enflasyon oranı, DYY'ları olumsuz yönde etkilemektedir. Enflasyonist koşulların yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemesinin en önemli nedenlerinden biri, projenin gelirlerinin enflasyon nedeniyle nominal olarak artmasına rağmen amortisman giderlerinin aynı kalmasından dolayı şirketin daha fazla vergi ödemeye maruz kalmasıdır. Bu zararlar yeniden değerlendirme uygulamasıyla azaltılabilir veya ortadan kaldırılabilir.

### 2.3. DYY Kararlarında Belirleyici Olan Faktörler

#### 2.3.1. Ekonomik Faktörler

DYY kararlarında etkili olan faktörlerden biri pazarın büyüklüğüdür. Pazarın büyüklüğü, gayri safi yurtiçi hasıla ile ölçülmektedir. DYY'larla pazar büyüklüğü arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır.

Çünkü yeterli büyüklükteki bir pazar, firmaya tatmin edici bir satış düzeyi sağlar ve buna bağlı olarak da firma, o bölgeye olan yatırımlarını artırır. Firmalar genellikle varlıklarından optimal düzeyde yararlanmak için geniş pazarlara yatırım yapmayı tercih etmektedirler.

İkinci bir faktör açıklıktır. Bir ekonominin açıklığını ölçmede çoğunlukla dış ticaret hacmi/gayri safi milli hasıla oranı kullanılmaktadır. Bu oran, ticari sınırlamaların bir ölçüsü olarak yorumlanmaktadır. DYY'lardaki açıklığın etkisi, yatırım tipine bağlı olarak değişmektedir. Açık ekonomilerin daha fazla yabancı yatırım çektiği yaygın bir görüş olmakla birlikte, ticari sınırlamalar bazı DYY'larda pozitif bir etkiye sahip olabilmektedir. Şöyle ki; yerel piyasalara hizmet etmeyi amaçlayan firmalar, eğer söz konusu ülkeye, ticari sınırlamalardan dolayı kendi ürünlerini ithal etmekte zorlanıyorsa o zaman bu ülkede şube kurmaya karar verebilir. Buna karşın ihracat yönlü yatırımlarda bulunan çok uluslu firmalar, daha açık bir ekonomide yatırım yapmayı tercih etmektedir.<sup>1</sup>

Diğer bir faktör de işçilik maliyetleridir. Özellikle emek yoğun endüstrilerdeki yabancı yatırımlar için ve ihracat yönlü kurulan şubeler için işçilik maliyetleri büyük bir önem taşımaktadır. Emek yoğun üretim yapan şirketler, kar realizasyonunu sağlamak için ucuz işgücünün bulunduğu bölgelere yatırım yapmak isteyeceklerdir. Bir ülkedeki sendikalaşma düzeyi düşük ücrete ve idari özgürlüğe bir engel oluşturduğundan, DYY akışlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Bununla birlikte, işçilik maliyetlerinin nispeten önemsiz olduğu, ücret farklılıklarının bir ülkeden diğer bir ülkeye çok az olduğu durumlarda bu defa işgücünün yeteneği ve verimliliği DYY kararlarında etkili olmaktadır.

Bir diğer faktör coğrafi yakınlıktır. Coğrafi yakınlık, DYY kararları için önemli bir belirleyicidir. Taşıma maliyetleri ile DYY akışları arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Uzaklık arttıkça taşıma maliyetleri de buna paralel olarak artacağından bunun

sonucunda da yatırımlar azalma eğilimi gösterecektir. Bu nedenle işletmelerin daha geniş pazarlara ulaşabilmesi amacıyla globalleşmesi sonucunda üretim, hizmetler ve sonraki faaliyetlerin hedef pazarda veya yakınında olması zorunluluğu, önemli bir etken olmaktadır.<sup>2</sup>

Diğer bir faktör altyapı sistemidir. Altyapı sistemi; karayolları, limanlar, demiryolları, haberleşme sistemleri vb.ni kapsamaktadır. İyi bir altyapı sistemi, yatırımların verimliliğini artırmakta ve buna bağlı olarak da DYY akışları canlanmaktadır. Ev sahibi ülkenin fiziksel ve haberleşme altyapısı ile DYY akışları arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

Teşvikler ve faaliyet koşulları başka bir faktördür. Genel bir görüş olarak, düşük vergiler gibi özel teşvikler, DYY'larda çok büyük bir etkiye sahip değildir. Çünkü bu uygulamalar, devam eden nispi dezavantajlar için bir tazminat olarak görülmektedir. Diğer taraftan, sınırlamaların kalkması ve iyi iş koşullarının sağlanması, genellikle pozitif bir etkiye sahiptir. Yabancı yatırımcılara, kendilerine denk olan yurtiçi yatırımcılar ile eşit muamele göstermek ve yeni piyasaların açılması (havayolu taşımacılığı, perakende ticaret yapma, vb.) gibi motivasyon sağlayıcı davranışlar, DYY akışlarını cesaretlendirmede önemli olan faktörlerdir.

### 2.3.2. Sosyo - Politik Faktörler

Sosyo-politik faktörlerden bir tanesi teknolojik rekabetçiliktir. Bir ülkenin araştırma ve geliştirme becerileri ve vasıflı işgücünün elde edilebilirliği, ülkenin DYY'ları için rekabetçi avantajına yüksek derecede katkıda bulunmaktadır. Ülkenin ar-ge harcamalarının fazlalığı, o ülkenin, DYY'larda büyük bir etkiye sahip olan teknolojik araştırmalardaki çabasını ortaya koymaktadır. Teknolojik yetenekliliğe sahip olan ülkeler, bu yetenekliliğe sahip olmayan ülkelere daha fazla yatırım çekebilmektedir.

Bir diğer faktör yaşam kalitesidir. Yaşam kalitesi ölçüleri olarak okuryazarlık oranı, telefon, radyo ve otomobil sahiplerinin toplam nüfusa oranı gibi değerler dik-

<sup>1</sup> R.Hakan Özyıldız, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü", Hazine Dergisi, sayı: 11, (Temmuz 1998)

<sup>2</sup> Özyıldız, a.g.e.

kate alınmaktadır. Bir ülkenin kentleşme derecesi, onun endüstriyel kapasitesiyle ve nüfusun yaşam standardıyla eş zamanlı olarak ilişkilidir. Bunların her ikisi de yabancı yatırımcılar için önemli faktörlerdir.

Diğer bir faktör jeo-kültürel mesafedir. Yatırım yapan ülke ile yatırımın yapıldığı ülke arasında coğrafi yakınlık nasıl taşıma maliyetlerini azaltarak DYY akışlarında önemli bir pozitif etkiye sahipse, aynı şekilde yatırım projesine ortak olan ülkeler arasındaki kültürel yakınlık da (Ceza-yir'deki Fransız yatırımları, Çek Cumhuriyeti'ndeki Alman yatırımları gibi) ticari işlemleri kolaylaştırmakta ve belirsizliğin derecesini azaltmaktadır. Buna paralel olarak da DYY akışları hız kazanmaktadır.

DYY kararlarını etkileyen başka bir sosyo-politik faktör de politik risktir.

### 3. Politik Risk

Politik risk, ev sahibi ülkedeki politik olaylara bağlı olarak gelecekte nakit akışlarındaki beklenmedik değişiklikler olarak tanımlanmaktadır. Politik risk böylelikle gelecekteki nakit akışlarında beklenmeyen artış veya azalışlara sebep olmaktadır. Diğer bir ifadeyle politik risk, çok uluslu yatırımların karını olumsuz olarak etkileyen veya onların diğer amaçlarına ulaşmasına engel olan politik etkilerin gerçekleşme olasılığıdır.

Yabancı yatırımcılar için politik risk; muhtemel kamulaştırmadan, mal, hizmet ve işgücü arasındaki bozulmadan ve politik müdahaleden kaynaklanan fon kayıplarını kapsamaktadır. Politik risk etmenleri, gelişmekte olan ülkelere girmeye çalışan yabancı yatırımcılar için farklı bir önem teşkil etmektedir.

Politik risk, değişen hükümetlerle sınırlandırılabilir. Ancak Fransa gibi bazı ülke hükümetlerinin politikaları, Japon yatırımlarını sınırlandırmaktadır. Bu da, politik riskin yüksek derecede endüstrileşmiş ülkelerde yatırım yapan firmalar için geçerli olduğunu göstermektedir.

Ayrıca, eğer bir ülkedeki değer yargıları yabancı üreticilerden alım yapmayı engelliyorsa ve hükümet de bu sistemi destekliyorsa, o zaman bu ülkede politik riskin artmasına sebep olan kültürel engeller var

demektir. Yabancı yatırımcılar bu durumu da göz önüne almalıdır. Bunun dışında yabancı yatırımcılar için risk oluşturabilen politik anlaşmalar da mevcut olabilmektedir.

Politik risk, şu etmenlerden kaynaklanabilir:

Yatırımın yapıldığı ülkedeki politik olaylar ve süreçler,

Hem yatırımcının kendi ülkesiyle ev sahibi ülke arasındaki, hem de ev sahibi ülke ile üçüncü ülkeler arasındaki ilişkilerin değişmesi.

### 3.1. Politik Risk Çeşitleri

Politik risk hem makro, hem de mikro faktörler içermektedir. ÇUŞ'lar önce makro faktörleri araştırırlar, daha sonra da mikro faktörlerin, riski nasıl etkilediğini belirlemeye çalışırlar.

#### 3.1.1. Makro Politik Risk

Makro politik risk, ülkeden ülkeye değişen ve yatırım yapılan ülkedeki tüm yabancı firmaları aynı şekilde etkileyen bir risktir. Kamulaştırma, yani hükümet tarafından özel yatırımlara el konulması, yatırım sahiplerine bir tazminat ödense bile bir makro politik risk örneğidir.

Makro politik risk aynı zamanda siyasal boykotların sonucu da olabilir. 1955'ten beri birçok Arap ülkesi İsrail'de şubesi olan firmaları veya ticari isimlerini orada kullandıran şirketleri boykot etmiştir.<sup>3</sup>

Makro riskler;

1) Bir ülkedeki tüm yabancı firmaların kamulaştırılmasından,

2) - Vergi kanunlarındaki değişiklikler,  
- Fiyat kontrolleri,  
- Çevresel düzenlemeler

gibi ayrımcı olmayan düzenlemelerden,

3) - Sermayenin transferindeki kısıtlamalar,

- Yabancı mülkiyet ve yabancı işçi çalıştırmadaki sınırlamalar,

- Yerel düzenlemeler gibi sadece yabancı firmaları etkileyen kısıtlamalardan oluşmaktadır.

#### 3.1.2. Mikro Politik Risk

<sup>3</sup> Alan M. Rugman and Richard M. Hodgetts, International Business, Third Edition, Prentice Hall/Financial Times, 2003, s.361.

Mikro politik risk, ekonominin belli sektörlerini veya belirli yabancı yatırımları etkileyen ve endüstriye, firmaya veya projeye göre değişen risktir. Bu riskler, işletme faaliyetlerinin belirli türlerindeki vergiler ve yerel içerikli kanunlar gibi hükümet faaliyetlerinin bir sonucudur. Kanada'nın 1981'deki petrol endüstrisindeki yabancı mülkiyetini %75'ten %50'nin altına indirme kararı (şu an yürürlükten kalkmıştır), Peru'nun bakır madenlerini kamulaştırma kararı ve ABD'nin tekstil ithalatına vergi koyma kararı, mikro politik risklere örnek olarak gösterilebilir.<sup>4</sup>

Mikro politik riski belirleyen birçok faktör mevcuttur. Bunlardan biri; yabancı yatırımların büyüklüğüdür. Örneğin; son yıllarda ABD hükümeti, Japon oto imalatçılarının ABD'de imalat tesisi kurmasını teşvik etmiştir. İlk başlarda fazla ilgi çekmeyen Japon oto firmaları, şu an ABD piyasasının geniş bir kısmını oluşturduklarından onlara daha fazla ilgi gösterilmektedir.

İkinci bir faktör; ÇUŞ'ların faaliyetlerinin yönetilebilmesiyle ilgili kolaylıktır. Eğer bir hükümet bir işletmeyi yabancı yatırımcılar kadar iyi bir şekilde çalıştırabiliyorsa o zaman işletmenin kamulaştırılma ihtimali yüksektir. Ancak, işletmenin yönetilebilmesi için özel eğitim ve beceri gerekirse, hükümetin yönetimi devralma riski çok daha az olmaktadır. Benzer şekilde; eğer işletme, rekabetini sürdürebilmek için ana şirketten devamlı olarak yeni teknoloji akışına gerek duyuyorsa risk daha düşük olacaktır. Diğer taraftan, eğer gerekli olan teknoloji kolaylıkla elde edilebiliyorsa, yani her yerde mevcutsa o zaman risk yükselecektir.

Misilleme, mikro politik riskin başka bir kaynağıdır. Eğer ÇUŞ, kendisine yapılan herhangi bir kısıtlamaya karşı güçlü bir pozisyonda değilse, risk artmaktadır. Çok ulusluluk ne kadar güçlü ve genişse karşı hareket de o derece sert ve şiddetli olabilmektedir. Örneğin; Ayatollah Khomeini yönetimindeki İran, ülkedeki ABD şirketlerinin yönetimini devraldığı anda, ABD'deki

İranlı yatırımlar misilleyici hareketin bir parçası olarak dondurulmuştu.<sup>5</sup>

Bir diğer faktör de ülkenin değişime verdiği önceliklidir. Ekonomilerinde reform gerçekleştirmeye çalışan ülkelerde, ileri teknoloji gerektiren petrol ve imalat gibi endüstrilerde mevcut olan politik riskin azalma ihtimali oldukça yüksektir. Çünkü hükümetler bu alanlardaki yatırımları cesaretlendirmeye ve teşvik etmeye çalışmaktadır.

Politik riski etkileyen bir başka unsur da rekabet halinde olan siyasi felsefelerdir. Sonuç olarak, ÇUŞ'ların birçoğu, farklı coğrafyalardaki farklı endüstrilere yatırım yapmak için değişik yolları kullanmaktadır.

### 3.2. Politik Riskin Kaynakları

Politik riskin birçok kaynağı vardır. Bunlardan önemli olan bazıları şunlardır:<sup>6</sup>

- Birbirleriyle rekabet halinde olan veya sürekli değişen politik felsefeler,
- Değişen ekonomik koşullar,
- Toplumsal kargaşa,
- Silahlı çatışmalar veya terörizm,
- Aşırı milliyetçilik,
- Olası politik bağımsızlık,
- Yerel iş gruplarının kazanılmış hakları,
- Rekabet halinde olan dini gruplar,
- Yeni oluşturulmuş uluslararası anlaşmalar.

### 3.3. Politik Riski Oluşturan Gruplar

- Mevcut hükümet ve onun çeşitli kolları,
- İktidarda olmayan fakat politik nüfuza sahip olan karşıt gruplar,
- Örgütlenmiş öğretmenler, öğrenciler, işçiler, emekliler gibi çıkar grupları,
- Ülkede faaliyet gösteren terörist veya anarşist gruplar,
- Dünya Bankası veya Birleşmiş Milletler gibi uluslararası organizasyonlar,
- Ülkeyle uluslararası anlaşmalar içinde olan yabancı hükümetler.

### 3.4. Politik Riskin Etkileri

<sup>4</sup> A. M. Rugman and R. M. Hodgetts, a.g.e., s.361

<sup>5</sup> A. M. Rugman and R. M. Hodgetts, a.g.e., s.362

<sup>6</sup> A. M. Rugman and R. M. Hodgetts, a.g.e., s.363

- Varlıkların bedelli veya bedelsiz kamulaştırılması,
- İşe alma politikaları ve ürün imalatıyla ilgili hareket serbestisinin sınırlandırılması,
- Anlaşmaların tekrar gözden geçirilmesi veya iptali,
- Terörden, ayaklanmalardan, vb.nden kaynaklanan can veya mal kaybı,
- Karların transfer edilebilmesi gibi finansal özgürlüklerin azalması,
- Artan vergiler ve diğer finansal cezalar.

### 3.5. Politik Riskin Tahmini ve Yönetimi

ÇUŞ'lar, politik risk yönetiminde bir çok strateji kullanmaktadır. Çoğunlukla uygulanan yöntem, ilk önce o yatırıma özgü riskleri tahmin etmek ve daha sonra da uygun olmadığı düşünülen bu risklerin nasıl azaltılacağını veya ortadan kaldırılacağını saptamaktır.

ÇUŞ'lar risk tahmininde değerlendirme yaparken iki alana odaklanmaktadır:

- (1) Şirketin faaliyette bulunacağı politik sistem,
- (2) Üretilmesi gereken ürünler ve tamamlanması gereken faaliyetler.

ÇUŞ'lar, bu değerlendirmeye dayanarak kendi risk hassasiyetlerini belirleyeceklerdir. ÇUŞ'lar, yatırım yapacakları ülkenin politik sistemini çok iyi anlamak ve ona göre hareket etmek zorundadırlar. Çünkü politik görüşler, ekonomiyi ve politik riski çok büyük bir oranda etkilemektedir.

#### 3.5.1. Ürün ve Faaliyetlerin Değerlendirilmesi

Ürün ve faaliyetler de politik riskle karşı karşıyadır. Buna örnek olarak, hükümetin genel mülkiyet üzerindeki sınırlamaları gösterilebilir. Eğer ev sahibi ülke hükümeti, işletmenin faaliyetlerinde yerel katılımı veya ortak girişimi gerekli görüyorsa, yatırımcı, bu koşullar altında faaliyette bulunmanın riskini belirlemek zorundadır.

Ürün ve faaliyetlerdeki politik riske başka bir örnek, teknoloji hırsızlığıdır. Eğer yerel kanunlar patent hakkını koru-

muyorsa, ortak girişime katılan firma kolaylıkla diğerinin teknolojisini çalabilir.

Üçüncü bir örnek; hükümetin, yabancı yatırım mallarının satın alınması ile ilgili politikasıdır. Eğer hükümet sadece yerli üretimi olan malları satın alırsa ve yerli mal alımı politikasını desteklerse, o zaman politik risk bu doğrultuda artacaktır.

#### 3.5.2. Risk Duyarlılığının Ölçülmesi

Çok uluslu bir şirket, uluslararası alanda doğal olan riskleri ve politik sistemi araştırdıktan sonra, belirgin dönemlerdeki bu riskleri ifade etmeye çalışacaktır. Tablo 1, bu aşamada kullanılan kriter seçimi ile ilgili bir örnek sunmaktadır. Bu şekilde firma, bir ülkede yatırım yapmanın politik riski ile, başka bir ülkede yatırım yapmanın politik riskini karşılaştırma imkanına kavuşmaktadır. Örneğin; Polonya'ya karşı eski Sovyetler Birliği'nde, Venezuela'ya karşı Şili'de veya Almanya'ya karşı Fransa'da yapılacak olan ortak girişimin politik riskinin karşılaştırılması mümkündür. Ayrıca yatırımcı, politik risk notlarıyla ülkelerin bir listesini oluşturabilir. En yüksekte en alçak olana doğru sıralandırır ve notu kabul bölgesinde olana karar verebilir.

Tablo 1, sadece politik risk değerlendirmesinde hesaba katılan kriterlerin çeşitlerini göstermektedir. Burada, belirlenecek olan ülkenin toplam puanına bakılmalıdır. Eğer bu puan çok yüksekse ve kriterlerden bazılarındaki riski azaltma imkanı yoksa o zaman yatırımcı, bu ülkeyi gözden çıkaracaktır. Mesela; tablo 1'deki ilk kriteri (politik sistemin istikrarını) etkilemek mümkün olmayabilir fakat bir yerel sendika ile sekizinci kriteri etkilemek mümkündür. Böylece iyi bir işçi- işveren ilişkisi gelişmiş olur. Aynı şekilde ihracat, ithalat ve para transferindeki sınırlamalarda da (20., 21. ve 25. madde) bir gelişim sağlamak mümkün olabilmektedir. Sonuç olarak politik risk derecesi kabul edilebilir bir düzeye indirilebilmektedir.

Eğer bir ülke kendisinde çok uluslu bir girişimin faaliyette bulunmasını istiyorsa, o zaman hükümet bu şirket için politik riskleri azaltacak özel ayrıcalıklar sunabilir. Diğer taraftan, eğer ülkeyle yapılan görüşmeler, orada faaliyette bulunan tüm

global firmalar için politik riskin azalmasıyla sonuçlanırsa, bu defa ÇUŞ, bu sonuçun kendi rekabet durumu ve karlılığı üzerinde nasıl bir etki doğuracağını düşünüp ona göre karar vermek isteyecektir.

### 3.6 Yatırım Kararlarının Alınma-sında Politik Risk Unsuru İle İlgili Bir Uygulama

Yabancı bir yatırımcı, politik riski ve böylelikle politik işletme maliyetlerini göz önünde tutmalıdır. Araştırmalar, yabancı yatırımların, bir firmanın sistematik riskini artırmaktan çok, azalttığını göstermektedir.<sup>7</sup> Bu yüzden politik riskin sistematik olmayan risk olduğunu veya yabancı

yatırımların, bir firmanın sistematik riskinin azalmasına yol açtığı varsayılmaktadır.

Politik işletme maliyetleri veya kazançları, dış ülkede yapılan yatırımı değil, ana şirketin dönemsel nakit akışlarını etkileyen politik maliyetler veya kazançlar olarak tanımlanmaktadır. Politik işletme maliyetlerine örnek olarak, ana şirkete yavru şirketlerden yapılan nakit ödemeler üzerinden alınan ekstra vergiler gösterilebilir. Bu maliyet veya kazançlar, her dönem yatırımdan elde edilen karın bir yüzdesi olarak ifade edilmektedir. Politik işletme riski ( $\pi$ )'nin pozitif değeri politik işletme maliyetlerini, negatif değeri ise politik işletme kazançlarını temsil etmektedir.

**Tablo 1. Politik Riskin Değerlendirilmesinde Seçilmiş Kriterlerin Bir Örneği**

Alan	Kriterler	Puanlar	
		En Az	En Çok
Politik	1 Politik sistemin istikrarı	3	14
Ekonomik	2 Muhtemel iç karışıklıklar	0	14
Çevre	3 İstikrarı tehdit eden iç tehlikeler	0	12
	4 Ekonomik sistemi kontrol derecesi	5	9
	5 Ticari bir ortak olarak ülkenin güvenilirliği	4	12
	6 Anayasal garantiler	2	12
	7 Kamu yönetiminin etkinliği	3	12
	8 İşçi işveren ilişkisi ve toplumsal barış	3	15
İç Ekonomik Koşullar	9 Nüfus büyüklüğü	4	8
	10 Kişi başına gelir	2	10
	11 Son beş yıldaki ekonomik büyüme	2	7
	12 Sonraki üç yıl boyunca muhtemel büyüme	3	10
	13 Son iki yıldaki enflasyon	2	10
	14 Yabancıların yerli sermaye piyasasına ulaşabilirliği	3	7
	15 Yüksek nitelikli yerel işgücünün bulunması	2	8
	16 Yabancı işçi çalıştırma imkanı	2	8
	17 Enerji kaynaklarına ulaşabilirlik	2	14
	18 Çevresel kirlilik hususunda yasal gereksinimler	4	8
19 Taşımacılık ve haberleşmeyi kapsayan altyapı sistemi	2	14	
Dış Ekonomik İlişkiler	20 İthalat sınırlamaları	2	10
	21 İhracat sınırlamaları	2	10
	22 Yabancı yatırımlardaki sınırlamalar	3	9
	23 Ortaklık kurma özgürlüğü	3	9
	24 Marka ve ürünler için yasal korumalar	3	9
	25 Para transferindeki sınırlamalar	2	8
	26 Son beş yıldaki revalüasyon	2	7
	27 Dış ödemeler dengesinin durumu	2	9
	28 Petrol ve enerji ithalatıyla gerçekleşen yabancı fon akışı	3	14
	29 Uluslararası mali durum	3	8
30 Yabancı para ile yerel para değişimindeki sınırlama	2	8	

Kaynak: E. Dichtl and H.G.Koeglmaier, "Country Risk Ratings," Management International Review, vol.26, no.4 (Fourth Quarter 1986),p.6.

7. Florin M. Şabac, "The Impact of Political Risk on The Foreign Direct Investment Decision: A Capital Budgeting Analysis", The Engineering Economist, Volume 45, Number 2, S.133

Bir dönemin sonunda yatırımın bedelsiz kamulaştırılmasının olasılığı ise ( $pk$ ) ile gösterilmektedir.

Çok uluslu bir şirketin yabancı bir ülkedeki, politik riskin mevcut olduğu bir projeye yatırım yapıp yapmamasıyla ilgili

kabul veya ret karar kriteri, NBD'ye dayanacaktır. Bunun için de, net bugünkü değerdeki kamulaştırma maliyetlerinin ve politik işletme maliyetlerinin etkisini ortaya koyan aşağıdaki NBD formülü kullanılacaktır:

$$NBD_{PIK} = \sum_{t=1}^T \frac{r_t(1-pi_t) - pk_t - d}{(1+d)^t} I_t(1-pk_1) \dots (1-pk_{t-1})$$

Burada;

$NBD_{PIK}$	:	Politik işletme riski ve kamulaştırma riskinin mevcut olması durumunda projenin beklenen net bugünkü değeri,
$r_t$	:	Yatırım karlılığı $r = r^*(1+amortisman\ oranı)$
$pi_t$	:	Politik İşletme Riski (Nakit akışlarında politik risk sebebiyle beklenen değişim oranı),
$pk_t$	:	Politik kamulaştırma riski ,
$d$	:	İskonto oranı $(1+d) = (1+fırsat\ maliyeti) (1+amortisman\ oranı)$
$T$	:	Yatırımın ekonomik ömrü,
$I_t$	:	t dönemindeki yatırım tutarıdır.

Karlılık oranı " $r$ ", politik işletme riskinden dolayı " $r(1-pi)$ " olarak değişmektedir.

Yatırımdan elde edilen karın tamamının her dönem sonunda transfer edilebileceği ve gelecekteki nakit akışlarının korunabileceği varsayılmaktadır. Böylece modelde döviz kuru riski de yoktur. Bununla birlikte yabancı yatırım, politik riske tabidir. Politik risk iki taraflı olarak incelenmektedir. İlk olarak; gelecekteki nakit akışlarının politik risk yüzünden değiştirileceği sabit bir pozitif olasılığın olduğu varsayılmaktadır. Politik riskin bu çeşidine, politik işletme riski denmektedir. İkinci olarak da; yatırımın kamulaştırılacağı sabit pozitif bir olasılığın mevcut olduğu varsayılmaktadır. Buna da politik kamulaştırma riski denmektedir.

Mevcut olabilecek özel durumlar;  $pi = pk = 0$  olması yani; eğer politik risk yoksa ve  $pi = pk = 0$  ise o zaman " $r > d$ " ise NBD pozitif olacaktır. Eğer politik işletme riski mevcut olup  $pk=0$  olursa o zaman " $r > d/(1-p)$ " ise NBD pozitif olacaktır. Son olarak;

eğer kamulaştırma riski mevcut olup  $pi=0$  olursa " $r > d+pk$ " ise NBD pozitif olur.

Eğer hem  $pi$  hem de  $pk$  pozitifse, o zaman zorluk derecesi artmaktadır. Bu durumda karar kriteri; " $r > [(pk+d) / (1-pi)]$ " olmaktadır. Eğer  $pi$  negatifse kamulaştırma riskinin etkisi denkleştirilebilir. Örneğin; ev sahibi ülkede kamulaştırma riski vardır ve  $r < d+pk$  ( $r=\%15$ ,  $d=\%10$ ,  $pk=\%10$ ) olduğundan büyük şirketler yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. O zaman ev sahibi ülke hükümeti zorluk derecesini  $\%15$ 'in altına çekmek için negatif bir  $pi$  kullanmaya çalışabilir. Mesela; ev sahibi ülkedeki kurumlar vergisi oranı  $\%30$  ise ve hükümet şirketlere 5 yıllık bir vergi erteleme teklif ederse  $pi$ 'nin etkisi  $-\%42$  olur.  $[1/(1-0,30)-1]$ . Bu da zorluk derecesini  $(d+pk)$   $\%20$ 'den  $\%14$ 'e  $[(0,10+0,10)/(1-(-0,42))]$  düşürecektir. Bu durumda vergi erteleme süresi içerisinde NBD pozitif olacaktır ve büyük şirketlerin yatırım yapma ihtimali çoğalacaktır.

Bununla beraber, eğer kamulaştırma riski çok yüksekse mesela  $pk=\%50$  ise o



zaman hükümetin müdahalesi ve negatif bir  $pi$  sunması neredeyse imkansızdır. Böyle bir durumda  $p$ 'nin  $-300$ 'den daha

az olması gerekmektedir ki bu da mümkün değildir. Yatırımın kabul kriterleri şu şekildedir:

1. Koşul	:	Politik riskin olmaması durumunda	$r > d$
2. Koşul	:	Politik işletme riskinin olması durumunda	$r > \frac{d}{1-pi}$
3. Koşul	:	Kamulaştırma riskinin olması durumunda	$r > pk + d$
4. Koşul	:	Hem kamulaştırma, hem de politik işletme riskinin olması durumunda	$r > \frac{pk + d}{1-pi}$

### Uygulama:

Yatırımın ekonomik ömrü 5 yıldır. Yatırımdan elde edilen kar ( $i$ ), ilk yıl için sıfır, ikinci yıl için %10, üçüncü yıl için %20, dördüncü yıl için %25 ve son yıl için %30 olacaktır. İskonto oranı ( $d$ ), projenin ekonomik ömrü boyunca %10'dur. Üçüncü yılda ev sahibi ülkede seçim yapılacağı ve %80 olasılıkla iktidara gelen hükümetin yabancı yatırımları destekleyeceği ve ana şirkete transfer edilen nakit akışlarındaki %20'lik stopajı yürürlükten kaldıracağı düşünülmektedir. Bu durumda  $pi$  ilk iki yıl için %20 olup, üçüncü yılın başında %4'e düşecektir. Ek olarak, üçüncü yılda seçilecek olan hükümetin yabancı yatırımlara

karşı olması ihtimali çok azdır ve buna istinaden yalnızca üçüncü yılda kamulaştırma olasılığı ( $pk$ ) %10'dur.

Bu durumlar itibarıyla ÇUŞ, üç farklı yatırım stratejisine sahiptir:

**A:** İlk yatırım tutarı 100.000 YTL' dir ve bu tutar, projenin ekonomik ömrü boyunca sabit kalacaktır.

**B:** İlk yatırım tutarı 120.000 YTL' dir ve bu tutar, projenin ekonomik ömrü boyunca sabit kalacaktır.

**C:** İlk yatırım tutarı 100.000 YTL' dir ve bu tutar, dördüncü yılın başında 120.000 YTL' ye çıkacaktır.

Bu veriler ışığında (A) stratejisinin NBD'i şu şekilde gerçekleşir:

$$\begin{aligned}
NBD_{(A)} &= \frac{0(1-0,20)-0-0,10}{(1+0,10)^1} 100.000(1-0) + \frac{0,10(1-0,20)-0-0,10}{(1+0,10)^2} 100.000(1-0) \\
&+ \frac{0,20(1-0,04)-0,10-0,10}{(1+0,10)^3} 100.000(1-0)(1-0) \\
&+ \frac{0,25(1-0,04)-0-0,10}{(1+0,10)^4} 100.000(1-0)(1-0)(1-0,10) \\
&+ \frac{0,30(1-0,04)-0-0,10}{(1+0,10)^5} 100.000(1-0)(1-0)(1-0,10)(1-0) \\
&= (-9091) + (-1653) + (-601) + 8606 + 10506 \\
&= 7.767 \text{ YTL}
\end{aligned}$$

B ve C stratejileri de aynı şekilde hesaplandıktan sonra bulunan sonuçlar Tablo 2'de özetlenmiştir.

Görüldüğü gibi 4 nolu kriter her üç yatırım stratejisi için de ilk üç yılda sağlanmadığı için bu yıllarda NBD negatif çıkmıştır. Dördüncü ve beşinci yıllarda ise 4 nolu koşul sağlandığından, NBD pozitif çıkmıştır. Birinci ve ikinci stratejilerden elde edilen sonuca göre, ilk yatırım tutarını iki katına çıkarmak, NBD'yi de iki katına çıkarmıştır. C stratejisinden ise, projenin net bugünkü değerini başlangıçta daha düşük

tutmanın, B stratejisindeki gibi NBD'yi iki katına çıkarmaktan daha faydalı olduğu anlaşılmaktadır. Bu sonuca ulaşılmasının sebebi; NBD'in negatif olduğu ilk üç yıl, C stratejisinde yatırım miktarının minimumda tutulmuş olmasıdır. Bu örnek göstermektedir ki, 4 nolu koşulun sağlanmadığı yıllarda yatırım miktarı minimum tutulmalıdır. 4 nolu koşulun sağlandığı yıllarda ise yatırım miktarı maksimum seviyeye çıkarılmalıdır. Böylece projenin ekonomik ömrü boyunca sağlanacak olan sermaye birikimi, optimal seviyeye ulaşır.

**Tablo 2. Üç farklı Yatırım Stratejisi İçin Hesaplanan Net Bugünkü Değerler**

<b>A Stratejisi:</b>						
YIL	1	2	3	4	5	Toplam NBD (YTL)
I (YTL)	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	
<i>R</i>	0	0,1	0,2	0,25	0,3	
<i>pi</i>	0,2	0,2	0,04	0,04	0,04	
<i>pk</i>	0	0	0,1	0	0	
<i>d</i>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
NBD(YTL)	<b>-9.091</b>	<b>-1.653</b>	<b>-601</b>	<b>8.606</b>	<b>10.506</b>	<b>7.767</b>
<b>B Stratejisi:</b>						
YIL	1	2	3	4	5	Toplam NBD (YTL)
I (YTL)	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	
<i>r</i>	0	0,1	0,2	0,25	0,3	
<i>pi</i>	0,2	0,2	0,04	0,04	0,04	
<i>pk</i>	0	0	0,1	0	0	
<i>d</i>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
NBD(YTL)	<b>-10.909</b>	<b>-1.983</b>	<b>-721</b>	<b>10.327</b>	<b>12.607</b>	<b>9.321</b>
<b>C Stratejisi:</b>						
YIL	1	2	3	4	5	Toplam NBD (YTL)
I (YTL)	100.000	100.000	100.000	120.000	120.000	
<i>r</i>	0	0,1	0,2	0,25	0,3	
<i>pi</i>	0,2	0,2	0,04	0,04	0,04	
<i>pk</i>	0	0	0,1	0	0	
<i>d</i>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
NBD(YTL)	<b>-9.091</b>	<b>-1.653</b>	<b>-601</b>	<b>10.327</b>	<b>12.607</b>	<b>11.589</b>

### Sonuç ve Öneriler

Doğrudan yabancı yatırım kararları verilirken göz önünde bulundurulması gereken en önemli faktörlerden biri politik risktir. Politik risk, firmanın faaliyetlerini tam veya kısmi olarak baskı altına alarak varlıkların mülkiyetini etkileyebilmektedir

ve önceden tahmin edilmesi zor olan değişikliklerden oluşmaktadır. Bir ülkede, büyük endüstrilerde kamulaştırma yapan veya ticari girişimlerde yabancı katılımları azaltma çabasında olan bir hükümetin iktidara gelmesi, politik riski oluşturan sebeplerden birisidir.

Ekonomik ve politik istikrar, bir ülkede DYY gerçekleştirilmesi için aranan en önemli iki unsurdur. Dolayısıyla hükümetlere düşen görev, çok sayıda ülkenin yabancı yatırım çekebilmek için rekabet halinde olması göz önüne alınır, yatırımcıları özendirici bir politik, ekonomik ve sosyal çevre oluşturulmasını mümkün kılacak politikaların neler olabileceklerinin belirlenmesi olmalıdır.

Ayrıca hükümetler, ÇUŞ'ların yatırım kararlarının arkasında bulunan nedenleri kendi ülkeleriyle ilgili olarak belirlemeye çalışmalı ve bu bağlamda uzun dönemli stratejiler belirlemelidirler. Ev sahibi ülke hükümetleri, ülkelere DYY'nin gelmesine engel teşkil eden politik riskleri çeşitli uygulamalarla azaltabilmekte ve yatırım için uygun bir seviyeye çekebilmektedir.

Uluslararası alanda faaliyette bulunmak isteyen yatırımcıların önünde birçok alternatif bulunmaktadır. Uluslararası alanda iş yapmanın getirdiği risk ve belirsizliğin etkilerini mümkün olduğunca azaltmaya çalışan yabancı yatırımcılar, planladıkları yatırımın nakit akışlarını hesaplamada sermaye bütçelemesi yöntemlerinden biri olan net bugünkü değer yöntemi kullanabilirler. Ancak yurtiçi yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan NBD yöntemine bazı ilavelerin yapılması gerekmektedir. Çünkü yabancı yatırım projelerinde yurtiçi yatırım projelerinden farklı olarak bir takım riskler mevcuttur. Bu risklerden bir tanesi olan politik risk için çalışmada da belirtilen politik riske göre düzeltilmiş NBD yöntemini kullanmak, yatırımcılar için karar vermede belirleyici bir unsur olabilir.

#### **Kısaltmalar:**

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirket
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
NBD	: Net Bugünkü Değer

#### **Kaynakça:**

ASIEDU, Elizabeth : On The Determinants of Foreign Direct Investment to Developing

Countries, World Development, Vol.30, No.1, (2002), pp.107-119.

BRAUNSTEIN, Elissa: Engendering Foreign Direct Investment: Family Structure, Labor Markets and International Capital Mobility, World Development, Vol.28, No.7, (2000), pp.1157-1172.

CLARK, John J. HINDELING, Thomas J., PRITCHARD, Robert E. : Capital Budgeting, Third Edition, Prentice-Hall, New Jersey, 1989.

COOPER, Ian A. KAPLANIS, Evi: Partially Segmented International Capital Markets and International Capital Budgeting, Journal of International Money and Finance, Vol.19, (2000), pp.309-329.

ÇETİNTAŞ, Hakan: Global Bir Ekonomide Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Rekabet, Dış Ticaret Dergisi, Sayı:22, (Temmuz 2001), ss.1-7.

DICHTL, E. ve KOEGLMAYR, H.G. : "Country Risk Ratings," Management International Review, vol.26, no.4 (Fourth Quarter 1986).

EITEMAN, David K. STONEHILL, Arthur I. MOFFETT, Michael H. : Multinational Business Finance, Ninth Edition, NJ, 2001.

FEILS, Dorothee J. ŞABAC, Florin M. : The Impact of Political Risk on The Foreign Direct Investment Decision: A Capital Budgeting Analysis, The Engineering Economist, Vol.45, Number.2, (2000), pp.129-143.

GÖVDERE, Bekir: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği, Dış Ticaret Dergisi, Sayı:6, (Ekim 1997), ss.1-9.

ÖZYILDIZ, R. Hakan: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü, Hazine Dergisi, Sayı:11, (Temmuz 1998), ss.1-9.

RUGMAN, Alan M., HODGETTS, Richard M. : International Business, Third Edition, Prentice Hall, NJ, 2003.

SUN, Qian, TONG, Wilson, YU, Qiao : Determinants of Foreign Direct Investment Across China, Journal of International Money and Finance, Vol.21, (2002), pp.79-113.

SEYİDOĞLU, Halil: Uluslararası Finans, 2. Baskı, Güzem Yayınları, No:12, İstanbul, 1997.

SEYİDOĞLU, Halil: Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama, 15. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2003.

WILD, John, J., WILD, Kenneth L., HAN, Jerry C.Y. : International Business, Second Edition, Prentice Hall, NJ,