



Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi

Yrd. Doç. Dr. Yusuf DEMİR
Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF.

Özet

Bu çalışma; uluslararası sermaye hareketlerinin (uluslararası doğrudan yatırımlar ve uluslararası portföy yatırımları) Türkiye’de ekonomik büyüme üzerinde bir etkisinin olup olmadığını araştırmaktadır. Sermaye hareketlerinin, bazı ülkelerde oldukça yüksek ekonomik büyüme sebep olurken bazı ülkelerde ise ekonomik krizlerin çıkmasına neden olduğuna yönelik ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada, 1996:2 – 2005:9 periyodunda aylık veriler kullanılarak zaman serileri ile analiz yapılmıştır. Çalışma sonucunda hem uluslararası doğrudan yatırımlarla hem de uluslararası portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası doğrudan yatırımlar, uluslararası portföy yatırımları, ekonomik büyüme.

Abstract (The Possible Effects of International Capital Movement on Turkey’s Economic Growth)

In this paper we investigate the possible effects of international capital movement (Foreign direct investment and international Portfolio investments) on Turkey’s economic growth. Related researches indicate that capital movements cause high economic growth in some countries while trigger economic crisis in some others. In this study, we make analysis using 1996: 2005:9 monthly time series data. Analyses results have shown that both the foreign direct investment and international portfolio investment create positive effect on economic growth.

Key Words: Foreign direct investment, international Portfolio investments, economic growth.

1. Giriş

Son yıllarda uluslararası piyasalarda görülen küreselleşme olgusu, uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin önündeki engelleri ortadan kaldırmıştır. Bilindiği gibi az gelişmiş ülkeler ekonomik kalkınma süreçlerinde sermaye faktörü açısından önemli kısıtlar yaşarken gelişmiş ülkeler bu açıdan daha zengin bir konumda bulunmaktadır. Bu dengesizlik dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu beraberinde getirmektedir. Dışa açık ekonomilerde ulusal yatırımların yabancı sermaye ile de finanse edilebilmesi ve gelişmekte olan ülkelerde

uygulanan liberal ekonomik politikalar ile finansal serbestleşme politikalarının da etkisiyle uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanması, bu ülkelerin finansal piyasalarının gelişmesine ve dış dünya ile entegre olmasına katkıda bulunmaktadır.

1990’ların başında gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru yoğun bir sermaye hareketi görülmektedir. Finansal piyasalardaki bu gelişme ve bütünleşme, tasarrufların ve yatırımların dünya genelinde etkin bir şekilde dağılmasına imkân vermiştir/vermektedir. Ülkelere giren doğrudan ve dolaylı (portföy yatırımları v.b) yabancı sermaye hareketlerindeki artışlar

bu ülkelerdeki yatırımları artırarak büyümeyi olumlu bir şekilde etkileyebilmekte iken, bu hareketlerin finansal istikrarsızlığa yol açabilme olasılığı da söz konusu olabilmektedir. Başka bir ifade ile sermaye hareketleri bir yandan gelişmekte olan ülkelerde büyümenin ve kalkınmanın hızlandırılmasına ve sürdürülmesine olumlu katkı yaparken bir yandan da risklerin uluslararası boyutta dağılmasına ve daha iyi yönetilmesine, kaynakların daha verimli alanlarda kullanılmasına ve rekabetin artmasına olumlu katkı sağlamaktadır. Daha da önemlisi sermaye hareketleri, uluslararası kuralların ve pozitif uygulamaların uluslararası işbirliğine katılan ülkelerin ortak düzenlemeleri ve uygulamaları haline gelmesine katkıda bulunmaktadır.

Ekonomik büyüme kavramı bir ülke ekonomisinin reel olarak artmasını ifade etmekte ve üretim fonksiyonu yardımı ile incelenmektedir. Ekonomik büyüme birçok faktör ile karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunan bir olgudur. Ancak ekonomik büyümenin üretim fonksiyonu çerçevesinde üretim faktörlerinin miktarlarının artması ve üretim faktörlerinin verimliliklerinin artması olmak üzere iki kaynağı olabilecektir. Dolayısıyla ülkeler arasındaki büyüme farklılıklarının sebebini de bu iki kaynaktaki gelişmelerde aramak gerekir. Geleneksel olarak sermaye birikiminin çeşitli şekilleri, ülkeler arasındaki ekonomik büyüme farklılığının en önemli nedeni olarak kabul edilmektedir (Kula 1998:141).

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere olan yabancı sermaye yatırımlarında belirgin bir artış gözlemlenmektedir. Ancak, yabancı sermaye yatırımlarının büyümeye bir etkisinin var olup olmadığı halen tartışılmaktadır. Sermaye hareketleri bazı ülkelerde oldukça yüksek ekonomik büyümeye sebep olurken bazı ülkelerde ise ekonomik krizlerin çıkmasına neden olduğuna yönelik ampirik çalışmalar vardır.

Bu çalışmada, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin durumu değerlendirilerek, uluslararası sermaye yatırımlarının GSYİH (ekonomik büyüme) üzerindeki etkileri ampirik bir analiz ile test edilmektedir.

2. Literatür Taraması

Yapılan bazı çalışmalar sermaye hareketlerinin (özellikle doğrudan yabancı yatırımların) ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini ileri sürerken bazı çalışmalar aralarında bir etkileşimin olmadığını belirtmekte, bazı çalışmalar ise bu iki değişken arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığını ileri sürmektedirler. Örneğin; Fisher (1999) sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir korelasyonun varlığından söz ederken, Bhagwati (1998) uluslararası sermaye hareketlerinin finansal liberalizasyona bağlı olarak ilgili ülkelerde bankacılık ve para krizlerine neden olduğu yönünde ampirik bulgulara ulaşmıştır. Durham (2004) ise uluslararası sermaye hareketlerinin bir ülkenin ekonomik büyümesi üzerine etkilerinin olumlu ya da olumsuz olmasının o ülkenin yabancı sermayeyi finansal ve kurumsal olarak içselleştirebilme kapasitesine (absorptive capacity) bağlı olduğunu belirtmiştir.

Bekaert ve Harvey (1998) özel menkul kıymet yatırımlarının gelişmekte olan ülke ekonomilerinin makroekonomik performanslarını doğrudan olumlu bir şekilde etkilediğini belirtmiştir. Ancak yine Bekaert ve Harvey (2000) yapmış oldukları ikinci bir çalışmada ise yabancı sermaye alan geleneksel ülkelerde daha çok doğrudan yabancı yatırımların ülke ekonomisi üzerinde iki açıdan yararlı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bunlardan birincisi, teknolojik olarak ve yönetsel uygulamaların ev sahibi ülkeye başarılı bir şekilde taşınmasında doğrudan yatırımlar taşıyıcı rol oynamaktadırlar. İkincisi ise, diğer sermaye hareketlerine kıyasla doğrudan yatırımların daha çok ev sahibi ülkelerde kalma eğilimi göstermeleridir (Lipseş 1999). Açıkçası doğrudan yatırımların geri dönüşü hem daha maliyetli hem de global şoklara daha az duyarlıdır. Singh ve Weisse (1998) portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli ekonomik gelişme ve büyümeye üzerine etkilerini mikro ve makroekonomik açıdan incelemişler ve ekonomik büyüme üzerine portföy yatırımlarının etkili olabilmesi için gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sistemini geliştirmeleri,

sermaye hareketlerinin kompozisyonunu ve boyutunu belirlemelerinin gerekliliğinden bahsetmişlerdir.

Hem ülkelerarası sermaye hareketlerinin karşılaştırılmasında hem de zaman serisi araştırmalarındaki veri yetersizliğinden dolayı yukarıda bahsedilen bu zıt sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Yapılan son çalışmalarda teknoloji, üretim ve sosyo-ekonomik faktörlerde ülkeden ülkeye ortaya çıkan spesifik farklılıklar panel data yöntemi kullanılarak giderilebilmiştir.

Teorik olarak neoklasik yaklaşım doğrudan sermaye hareketlerinin yatırımların miktarını ve/veya etkisini artırarak ekonomik büyümeyi artıracaklarını ifade etmiştir. Borensztein ve diğ. (1998) içsel büyüme modelinde özellikle doğrudan sermaye yatırımlarının gelişmiş ülkelerden ev sahibi ülkeye teknoloji transferi gerçekleştirerek ekonomik büyümeye katkı sağladığını belirtmişlerdir. Bunun yanında Balasubramanyam ve diğ. (1996) doğrudan sermaye hareketlerinin know-how, teknoloji, bilgi birikiminin artırılması, işgücü eğitim düzeyinin ve becerisinin yükseltilmesi, alternatif yönetim tekniklerinin ve örgütsel düzenlemelerin transferini de gerçekleştirebildiğini ifade etmiştir.

Feenstra ve Markusen (1994) sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye olan etkisinin farklı boyutlarda gerçekleştiğini belirterek, yabancı sermaye çeken ülkede, sermayenin birikmesi ile birlikte üretim sürecinde yeni girdiler ve teknolojilerin bir araya geleceğini belirtmişlerdir. Bu yeni girdilerle birlikte çıktılarda da bir artış olacak ve buna bağlı olarak yabancı sermayeye dayalı üretimde ara mallarının kullanımını da büyüyecektir. Yabancı yatırımlar, teknolojiyi taşıma etkisi (spillovers) ile yurtiçi firmalara aktararak bu firmalarda verimlilik artışına neden olmaktadır.

Blomstrom ve diğ. (1996) ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere ekonomik büyümeye pozitif etkisini ortaya koymuşlardır. Balasubramanyam ve diğ. (1996) tarafından yapılan çalışmada ise doğrudan sermaye yatırımlarının ithal ikameli ülkelere göre daha çok ihracat yapan ülkeler üzerinde ekonomik büyümeye açısından etkili olduğu görüşünü

destekleyen önemli sonuçlara ulaşmışlardır. Bu durum yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ülkeler arasında ve farklı ticari politikalar yürüten ülkeler açısından farklılıklar gösterdiğini ispatlamaktadır. UNCTAD (1999) tarafından yapılan çalışmada, uygulama modeline ardarda girilen değişkenlere bağlı olarak elde edilen sonuçlar doğrudan yatırımların hem pozitif etkiye hem de negatif etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Bu değişkenler; öncelikle kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla, kişi başına eğitim harcaması, yurtiçi yatırım oranı, politik istikrar, ticaret hadleri, kara borsanın payı ve finansal gelişmişlik durumudur. Borensztein ve diğ. (1998) teknolojiyi içselleştirme yeteneği (technological absorptive ability)'deki farklılıkların yabancı yatırımların ülkeler arasındaki büyümeye olan etkisi açısından farklılığı açıklayabileceğini belirtmişlerdir. Ayrıca çalışmada, beşeri sermaye düzeyinin yabancı teknolojinin içselleştirilmesinde belirleyici olduğu ortaya konmuştur. Buradan da, sermaye hareketlerinin miktarı ile birlikte beşeri sermayenin gelişmişlik düzeyi ile de ekonomik büyüme arasında doğrusal bir ilişkinin kurulabileceğini ileri sürmüşlerdir. Aynı bulgular Xiaoying ve Xiaming (2005) tarafından da ileri sürülmüştür.

Borensztein ve diğ. (1998) doğrudan yabancı yatırımların büyümeye yönelik pozitif etkisinin olabilmesi için minimum beşeri sermaye stokunun ev sahibi ülke bünyesinde yer alması gerektiğine değinmişlerdir. Olofsdotter (1998), doğrudan yabancı yatırımların ülkeye çekilebilmesinde o ülkenin yabancı yatırımı çekme kabiliyeti ile özellikle bürokratik etkinliğin yani kurumsal yeteneğin ön plana çıktığına işaret etmiştir. Bengoa and Sanchez-Robles (2003) de ekonomik büyüme ile doğrudan yatırımlar arasında pozitif korelasyonun varlığını göstermişlerdir fakat bunun uzun dönem etkisi için ev sahibi ülkenin beşeri sermaye açısından yeterli olması, ekonomik istikrarın varlığı ve piyasa liberalizasyonunun sağlanmış olmasının şart olduğunu belirtmişlerdir. Durham (2004) uluslararası doğrudan yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulamamıştır fakat doğrudan yatırımların bir ülkeye gelme-

sinde yine o ülkenin teknolojiyi içselleştirme kabiliyetinin (absorptive capability) önemli olduğunu vurgulamıştır.

Yukarıdaki literatür paralelinde konuya yaklaştığımızda; gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla beşeri sermayeye sahip olması, bu ülkelerde yabancı yatırımların daha faydalı olacağı beklentisini doğurmaktadır. Bu düşünce Xu (2000) tarafından çok uluslu işletmeler tarafından sağlanan teknoloji transferinin gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümeye katkı sağlarken gelişmekte olan ülkelere bir katkısının olmadığı yönündeki bulguları ile doğrulanmıştır. Çünkü daha az gelişmiş ülkeler yabancı yatırımları çekecek temel argümanlara sahip olamamaktalar dolayısıyla doğrudan yatırımların ülkelere gelmesi de daha zor olabilmektedir. Bu bulguları destekler nitelikte yine Bende- Nabende ve diğ. (2003) uluslararası doğrudan yatırımların büyüme üzerine doğrudan uzun dönem etkisinin Japonya ve Tayvan gibi gelişmiş ülkelerde önemli ve pozitif iken daha az gelişmiş ülkeler olan Filipinler ve Tayland için ise negatif bir etkiye sahip olduğunu belirtmişlerdir. Başka bir ifade ile yabancı sermayeyi çekme gücü bakımından Filipinler ve Tayland, Japonya ve Tayvan'a göre daha zayıftırlar.

Khody (1995) 10 Doğu Asya ekonomisinin verilerini kullanarak Granger nedensellik testini uygulamış ancak uluslararası yatırımlar ile büyüme arasında bir nedensellik bulamamıştır. Bunun nedeni olarak ta uluslararası yatırımların teknoloji transferi açısından sadece sınırlı bir yayılma (spillovers) etkisi göstermiş olabileceği söylenebilir. Aynı şekilde Zhang (1999a) 10 doğu asya ekonomisinde yapmış olduğu çalışmada doğrudan yatırımların, Çin, Hongkong, Endonezya, Japonya ve Tayvan'da uzun dönemde, Singapur da ise kısa dönemde ekonomik büyümeyi artırdığını ortaya koymuştur. Zhang (1999b) Çin'deki ekonomik büyüme ve doğrudan yatırımlar arasındaki kısa dönem ve uzun dönem dinamikleri araştırmak için hata korelasyon ve kointegrasyon modelleri uygulayarak Çin'in ekonomik büyümesi ve doğrudan yatırımlar arasındaki hem uzun dönem denge durumu bağlantısı hem de iki yönlü

Granger nedensellik ilişkisinin varlığını desteklemiştir.

Chakraborty ve Basu (2002) Hindistan'daki doğrudan yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı incelemek için hata korelasyon ve kointegrasyon modellerini kullanmıştır. Sonuçlar, Hindistan'daki GSYİH'nın doğrudan yatırımlar tarafından neden olunan Granger olmadığını ve nedenselliğin GSYİH'dan daha çok doğrudan yatırımlara doğru olduğunu ortaya koymuştur. Nair-Reichert ve Weinhold (2001) gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme ve uluslararası yatırımlar arasındaki ilişkiyi incelemişler ve sonuç olarak uluslararası yatırımlar ile büyüme arasında bir ilişkinin varlığını ispatlamışlardır. Hsiao ve Shen (2003) Çin'de zaman serilerine dayalı analizlerinde, doğrudan yatırımlar ve GSYİH arasında bir ilişkinin olduğunu göstermişlerdir. Choe (2003), doğrudan yatırımlar ve büyüme arasındaki iki yönlü nedenselliği ortaya çıkarmıştır. Fakat etkinin, büyümeden uluslararası doğrudan yatırımlara doğru olması yine dikkat çekicidir.

Yukarıdaki literatürü gözden geçirdiğimizde uluslararası yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerine etkisinin oldukça tartışmalı olduğunu söylemek mümkündür. Bunun nedenleri ise, kısmen farklı araştırmacılar tarafından farklı örneklemelerin kullanılmasından, kısmen de çeşitli metodolojik problemlerden kaynaklanmaktadır.

3. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımları

Doğrudan yatırımlar bir ülkede firma satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır (Seyitoğlu 1993: 567). Tanımdan da anlaşılacağı gibi, doğrudan yabancı yatırımlar, ülkeler arasında sermaye transferlerinin bir piyasa işlemi

olmadan bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde olmaktadır.

Portföy yatırımları ise, yabancı piyasalarda tahvil ve diğer menkul kıymetlerin alım satımı olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcıyı yabancı piyasalarda bu şekilde yatırım yapmaya iten temel güdü ise faiz ve kur farklılıklarından doğan getiri farklılıklarıdır. Bu özelliğinden dolayı portföy yatırımlarında volatilité çok yüksek olmakta ve getiri seviyesindeki veya güven ortamındaki en ufak bir düşüş sermayenin ulusal piyasaları terk etmesine yol açmaktadır. Tahvil ve hisse senedi şeklindeki portföy yatırımları, mali nitelikli yatırımlar iken, bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerlere karşılık gelen yatırımlar doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır (Karluk, 1984: 405).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları özel bir sermaye transferi olarak da değerlendirilebilir. Bazı özellikleri itibari ile portföy yatırımlarından ayrılmakla birlikte son yıllarda böyle bir ayırımın gereksizliği de dile getirilmektedir (Evans, 2002). Günümüzde çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen bu fiziki yatırımlar, aynı zamanda beraberinde teknik bilgi, know-how, patent, ticari marka, işletmecilik bilgisi ve denetim yetkisini de beraberinde getirmektedir. Bu yönleriyle portföy yatırımlarından ayrıldıklarını söylemek yanlış olmaz. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları genel olarak sanayi sektörüne yöneliktir. Ancak son yıllarda özellikle turizm, bankacılık, taşımacılık, sigortacılık ve reklâm gibi çeşitli hizmet sektörlerine yönelen yabancı yatırımlarda giderek önem kazanmıştır (Kar ve Kara, 2003:47).

Yabancı sermaye yatırımları, yatırımın yapıldığı ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde çeşitli ekonomik etkiler yaratmaktadır. Bunlar, üretim, istihdam, gelir, fiyat, ödemeler dengesi, ekonomik gelişme ve genel refah gibi etkilerdir. Bu etkilerden bazıları ülke ekonomisine katkı sağlarken, bazıları da ekonomiye külfet yüklemektedir. Aynı şekilde bazı etkiler, yatırımın yapıldığı anda ortaya çıkarken, diğer bazılardan nesiller sonra sonuç alınabilmektedir.

Yabancı sermaye yatırımlarının bir ülke ekonomisi için en önemli katkısı o ülke ekonomisine yaptığı sermaye aktarımıdır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ekonomik sorunların başında “kaynak yetersizliği” gelmektedir. Çünkü ekonomik kalkınma için yatırım yapılması bir zorunluluktur. Yatırım olmadan kalkınma sağlanamaz, üretim artmaz. Bu sebeple yatırımlar ekonominin kalkınma sürecinde büyük bir öneme sahiptir. Eğer ülkenin yüksek bir gelişme hızı elde edebilmek için yeterli kaynağı yoksa ortada iki çözüm yolu vardır. Ülke ya eski tasarrufları (rezervleri) kalkınma için kullanacak ya da yabancı tasarrufları yurda çekmek isteyecektir. Bu ise, ülkenin dış borçlanması veya ülkeye yabancı sermaye girişi ile sağlanacaktır. Özetle belirtmek gerekirse, gelişme yolunda olan ülkeler ekonomik kalkınma çabalarında başarıya ulaşabilmeleri için “tasarruf açığını” ortadan kaldırmak durumundadırlar. Çünkü tasarruf, kalkınma için gerekli olan yatırımları finanse ettiği için, bu ülkelerin gelişmesinde en önemli darboğazdır. Gelişmekte olan ülkeler, geri kalmışlık kısır döngüsünü kırabilmek için yatırımlarını arttırmak zorundadırlar. Ancak yukarıda da belirtildiği gibi yatırımlarını arttırmak için gerekli olan tasarruf birikiminden yoksundurlar. Bu ülkelerin kalkınma süreçlerinde karşı karşıya buldukları bu tasarruf-yatırım darboğazı veya sermaye yetersizliği bir ölçüde yabancı ülkelerde yapılan tasarrufların ülkeye yatırım olarak çekilmesi ile ortadan kaldırılabilir.

Doğrudan yabancı yatırımların temel etkisi de ev sahibi ülkenin ödemeler dengesi üzerinde yaratmış olduğu etkidir. Fabrika kurmak için ev sahibi ülkeye gelen doğrudan yatırım sermayesi bir defaya mahsus olmak üzere ev sahibi ülkenin ödemeler dengesine olumlu bir etkide bulunur. Yatırım, üretime başladığı zaman gerek ihracat yoluyla ve gerekse ithal ikamesi şeklinde ödemeler dengesine katkıda bulunmaya devam eder. Bunların yanı sıra yabancı sermayeli şirketler, kendileri ihracat yapmasalar bile üretim kapasitelerini arttırarak yerli müteşebbisi ihracata zorlamaktadırlar ki bu daha çok

tercih edilen bir durumdur. Diğer taraftan doğrudan yatırımı gerçekleştiren şirket, hammadde ve diğer girdileri üretimini devam ettirebilmek için ithal etmek zorundadır. Bu ithalat şüphesiz ev sahibi ülkenin ödemeler dengesinde olumsuz bir etki yaratmaktadır YASED (1998:74).

4. Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Hareketleri

Türkiye 24 Ocak İstikrar Kararları ile başlayan dışa açılma ve ekonomik serbestleşme süreciyle beraber, gerek dış ticaret gerekse sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmaya yönelik önemli adımlar atmıştır. Bu adımlar sonucu dış ticaret hacmindeki önemli artışlar, kendisini sermaye hareketlerinde de göstermiştir. 1989 yılında yürürlüğe konulan Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında 32 Sayılı Kararla beraber bu artış daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlarda görülmüş ve bu yatırımlar doğrudan yatırımlara göre çok daha yüksek seviyelere çıkmıştır.

Türkiye'de kambiyo rejiminin serbestleşmesiyle beraber, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin türleri, boyutları ve sonuçları da değişmiştir. Öncelikle sermaye hareketlerinin boyutları genişlemiştir. Sermaye hareketlerinin niteliği ve buna bağlı olarak vade yapısı da değişirken ekonomiye akan yabancı sermayenin dış dengesizliklerle olan bağlantısı zayıflamış ve rezerv birikimleri artmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 47).

1980 sonrası sermaye akımlarının rakamsal olarak arttığı görülmektedir. Bu artış 1990'lı yıllara gelindiğinde 1991, 1994 ve 1998 yılları hariç tutulursa hızlanmıştır. Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarı yaklaşık olarak 1980'de 672 milyon dolar iken, 1985'de 1 milyar dolara 1990'da 4 milyar dolara 1996'da 5.5 milyar dolara yükselmiştir. 1991 Körfez krizi, 1994 Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz ve 1998'de Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle ülkemizden önemli miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991 yılında Türkiye'den çıkan net sermaye miktarı yaklaşık olarak 2.5 Milyar Dolar, 1994 yılında 4,3 Milyar Dolar, 1998 yılında ise 840 milyon dolardır.

1999 ve 2000 yıllarında ise sermaye girişlerinde artışlar yaşanmış ve 1999 yılında ülkeye giriş yapan net yabancı sermaye yaklaşık 4.9 Milyar Dolar iken, 2000 yılında 9.6 Milyar Dolara yükselmiştir. 2001 yılında ise Kasım ve Şubat krizlerinin etkisiyle ülkemizden 13,9 Milyar Dolar civarında sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye özellikle 1990'lı yıllarda dalgalanmalar göstermiş, önemli ve güvenilir fon miktarları sağlayamamıştır. Portföy yatırımları ve kısa vadeli borç alımlarının hacmi arttıkça Türkiye, aniden tersyüz edebilen sermaye çeşitleriyle yüz yüze gelmiş ve bu iki tür sermaye giriş ve çıkışları da benzer özellikler göstermişlerdir (Arın, 2005).

1980 sonrası dönemde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında yıllar itibarıyla artışlar olsa da bu artışlar sınırlı düzeyde kalmıştır. Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye girişlerinin özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından 1990'lı yılların başına kadar bu yatırımların arttığı, daha sonra artışın durduğu görülmektedir. 1996'da 844 milyon dolar olan doğrudan yabancı sermaye girişleri 1998'de 953 2002'de 1,01, 2004'de 2,867, 2005'in ilk dokuz ayında ise 4,220 Milyar Dolar olmuştur. Bu artışın sebebi ekonomide istikrarın yanında özelleştirme gelirlerindeki artışlardır.

1994 kriziyle, özellikle devlet tahvil yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla beraber portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalmış ve 1,2 milyar dolar olmuştur. Ülkemizden en yüksek miktarlı portföy yatırımlarındaki çıkış ise; Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu çıkış net, 6.7 Milyar Dolar civarında gerçekleşmiştir. Bu miktarın büyük kısmı ise 4,5 Milyar Dolarla yabancıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Ülkemize giren net portföy yatırımları 1999 yılında 3.4 Milyar Dolar, 2000 yılında ise 1 Milyar Dolar civarında olmuştur. 2001 yılında ise Türkiye'de yaşanan finansal krizin etkisiyle yaklaşık 4,5 Milyar Dolar civarında portföy yatırımlarında çıkış yaşanmış ve bunun büyük bir kısmı da yine yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından

kaynaklanmıştır. Portföy yatırımları yıllar itibariyle Türkiye'de istikrarsız bir seyir izlemiş ve bu yatırımların dalgalanması, doğrudan yatırımlara göre daha yüksek olmuştur (Kar ve Kara, 2003:54). Bununla birlikte portföy yatırımlarındaki artış son yıllarda daha da hızlanmıştır. 2003 yılında ülkemize giren portföy yatırımları 2,5 Milyar Dolardan 2004'te 8 Milyar Dolara 2005'in ilk dokuz ayında ise 9 Milyar Dolara düzeyinde gerçekleşmiştir.

5. Yöntem ve Uygulama

Araştırmada Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin büyümeye olan etkisi test edilmiştir. Burada ekonomik büyümenin temel açıklayıcı değişkeni olarak GSYİH ele alınmıştır. Çalışmada uluslar arası doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları ile birlikte GSYİH değişkenleri zaman serileri oluşturularak modele dahil edilmişlerdir. Modelde yabancı sermaye yatırımlarının GSYİH'yi nasıl etkilediğine bakılacaktır. Yani tahmin edilmek istenen modeli şu şekilde gösterebiliriz.

$$GSYİS_t = a + b_1DY_t + b_2PY_t + u_t \quad (1)$$

Burada, $GSYİS_t$, Türkiye'nin yıllık Gayri Safi Milli Yurtiçi Hâsılasını, DY_t , yıllık Türkiye'ye gelen Uluslararası Doğrudan Yatırım miktarını, PY_t , Uluslararası Portföy Yatırımı miktarını göstermektedir.

Zaman serisi verileri ile analiz yapmadan önce bu serilerin durağan olup olmadığının da araştırılması gerekmektedir. Durağan olmayan zaman serileri kullanılarak oluşturulan modellerde bir takım problemler ortaya çıkmakta değişkenler arasında mevcut olmayan bir ilişki yanlış yorumlanarak sanki varmış gibi değerlendirilmektedir. Sahte regresyon denilen böyle bir durumda geleneksel model istatistikleri (t , F , R^2) geçerliliğini kaybetmektedir. Zaman serisi durağan ise bu serinin ortalaması varyansı ve kovaryansı zamandan bağımsızdır. Durağan olmayan zaman serilerinde ise serinin ortalaması ve var-

yansı patlama gösterir ve belli bir noktaya yakınsama göstermez (Sing 1995: 15-16).

Bir serinin durağan olup olmadığının yani birim kök ihtiva edip etmediğinin araştırılmasında çeşitli parametrik ve para-metrik olmayan testler geliştirilmiştir. Parametrik olan testler içerisinde en yaygın olarak kullanılan Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi ve Phillips-Perron testidir. Bu modelde kullanılan zaman serilerinin birim kök taşıyıp taşımadıkları ADF testi kullanılarak araştırılmıştır.

Çalışmada daha sonra nedensellik testi yapılmıştır. Nedensellik testi iki değişken arasında bir öncelik ardıllık ilişkisi varken nedenselliğin (neden-sonuç ilişkisinin) yönü istatistikî bakımdan bulunabilir mi sorusu ile ilgilenmektedir. İki değişken arasında nedensellik ilişkisinin araştırılması temel değişkenler arasındaki ilişkinin karşılıklı mı olduğunu yoksa ilişkinin tek yönlü mü olduğunu araştırmaya dayanmaktadır. Modelde Granger nedensellik testi yapılmıştır.

Daha sonra eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Eş bütünleşme teorisi, değişkenler arasında uzun dönemli denge ilişkilerinin araştırılmasında yeni bir yöntem olarak Granger tarafından geliştirilmiştir. Daha sonra Engle-Granger'in yapmış olduğu ortak çalışma ile bu teori daha da geliştirilerek uzun dönem denge ilişkisi ile kısa dönemli dinamik ilişkiler aynı çerçevede analiz edilir olmuştur. Ayrıca modelde Johansen eş bütünleşme analizi yapılmıştır. Çalışmadaki analizler Eviews bilgisayar paket programı kullanılarak yapılmıştır.

Çalışmada 1996:2–2005:9 ayları arasına ait aylık gayrisafi yurt içi hasıla (GSYİH), doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları verileri kullanılmıştır. Veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının internet sitesinden elde edilmiştir.

6. Ampirik Sonuçlar

Birim kök testi

ADF testinde kullandığımız yöntemi aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz;

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Burada ΔY_t durağan olup olmadığı analiz edilen değişkenin birinci farkı, t genel eğilim değişkeni, ΔY_{t-i} gecikmeli fark terimleridir.

Aşağıdaki tablolarda gösterilen birim kök testi sonuçlarına göre çalışmada ele alınan bütün değişkenler durağan değildir.

Kritik değerlerle karşılaştırıldığından bütün değişkenler birinci farkları alındıktan sonra durağan hale gelmektedir. Bunun sonucunda değişkenlerin durağan olmadıkları ve hepsinin birinci dereceden entegre oldukları yani birinci farkları alındıktan sonra durağan hale geldikleri söylenebilir.

Tablo 1: ADF birim kök testi sonuçları

Değişkenler	Düzyey, Kritik değer	Birinci Fark
GSYİH	-3.4487608 (-4.0407)	-8.498895* (-4.0414)
Doğ. Yab. Ser. Yat.	-2.272295 (-4.0444)	-6.530990* (-4.0452)
Portföy Yat.	-3.441051 (-4.0444)	-5.979577* (-4.0452)

Not: Mc Kinnon kritik değerleri tabloda parantez içersinde gösterilmiştir.

* işareti %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Nedensellik Testi

Bu analiz aşağıdaki parametrelerin tahminine yöneliktir.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k1} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k2} \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$X_t = \chi_0 + \sum_{i=1}^{k3} \chi_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k4} \delta_i Y_{t-i} + v_t \quad (4)$$

(3) numaralı denklemdeki α katsayılarının hepsi bir bütün olarak anlamsız ise buna karşılık (4) numaralı denklemdeki δ katsayıları bir bütün olarak anlamlı ise

Y'den X'e doğru tek yönlü nedensellik vardır. Y X'in Granger nedenselliğidir. Eğer nedensellik ilişkisi yukarıdaki gibi tek yönlü ise bu durum modeldeki değişkenlerden Y'nin dışsal X'in içsel bir değişken olduğu anlamı da verebilmektedir (Grene, 1997:714).

Aşağıdaki verilen tablodaki test sonuçlarına göre %5 anlamlılık düzeyinde Türkiye'de doğrudan yatırımlar GSYİH'nin nedenidir.

Ancak GSYİH doğrudan yatırımların nedeni değildir. Ayrıca GSYİH ile portföy yatırımları arasında çift yönlü bir nedensellik vardır.

Tablo 2: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Nedensellik Yönü		F Test İstatistiği	P Değeri	
Doğ. Yat	⇒	GSYİH	2.15564	0.05387
Gsyih	⇒	Doğ. Yat.	1.74610	0.11846
Gsyih	⇒	Port. Yat.	3.13659	0.00747
Port. Yat.	⇒	Gsyih	3.07201	0.00852

*Johansen Eş Bütünleşme
(Cointegration) Analizi*

Durağan olmayan zaman serilerinin düzey değerleriyle çalışıp çalışamayacağını anlamak için eş bütünleşme analizinin yapılması gerekmektedir.

Analizin çıktısı aşağıdaki gibidir. %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde eş bütünleşen vektörün varlığını işaret etmektedir. Mo-

dele dâhil edilen değişkenler arasında eş bütünleşen vektörlerin bulunması söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğu işaret etmektedir. Likelihood test istatistiklerine göre hem GSYİH ve doğrudan yatırım hem de GSYİH ve portföy yatırımları arasında uzun dönemli denge ilişkisi vardır.

Tablo 3: Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları

Değişkenler	Likelihood Ratio	%1 Kritik Değer	%5 Kritik Değer	Sonuç
Gsyih ve Doğ.Yat.	46.98685	18.17	23.46	Eşbütünleşik
Gsyih ve port.yat	58.11064	18.17	23.46	Eşbütünleşik

Tablo 4, (1) numaralı denklem kullanılarak yapılan regresyon analizinin sonuçlarını vermektedir. GSYİH ile doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Değişkenlere ait t istatistiklerinden de görülebileceği gibi değişkenlere ait her bir parametre ista-

tistiksel olarak her düzeyde anlamlıdır. R^2 %50 bulunmuştur bir başka ifade ile GSMH'daki değişimin %50'lik kısmı modele dahil ettiğimiz doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 4: Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Parametreler	T istatistikleri	Olasılık (p)
Sabit	11200491	7,823328	0.0000
Doğ. Yat.	29616,53	5,490285	0.0000
Port. Yat.	4044,433	3,58496	0.0004
R^2		0,50	

Sonuç

Yukarıda da bahsettiğimiz gibi yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülkenin ekonomik büyümesine yaptığı etki noktasında literatürde farklı yaklaşımlar vardır. Bazı araştırmacılar yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi artırdığını söylerken bazı araştırmacılar yabancı yatırımların ülkelerde istikrarsızlığa ve ekonomik krizlere neden olduğunu söylemişler bazı araştırmacılar ise hiçbir etkisinin olmadığını ileri sürmüşlerdir. Hem ülkeler arası sermaye hareketlerinin karşılaştırılmasında hem de zaman serisi araştırmalarındaki veri yetersizliğinden dolayı bu zıt sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Yapılan son çalışmalarda, teknoloji, üretim ve sosyo-ekonomik faktörlerde ülkeden ülke-

ye ortaya çıkan spesifik farklılıklar yine farklı yöntemler kullanılarak giderilmeye çalışılmaktadır.

Bu çalışmada, Türkiye'ye yönelik 1996:2 – 2005:9 periyodunda aylık veriler kullanılarak hem doğrudan yabancı yatırımların hem de uluslararası portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye olan etkisi araştırılmıştır. Çalışmada, GSYİH ekonomik büyümenin temel açıklayıcı değişkeni olarak alınmıştır. Uluslararası doğrudan yatırımlar ve uluslararası portföy yatırımları ile birlikte GSYİH değişkenleri ile zaman serileri oluşturularak modele dahil edilmişlerdir.

Çalışmada, birim kök testi sonuçlarına baktığımızda değişkenlerin durağan olmaları görülmüştür. Bununla birlikte,

değişkenlerin birinci farkları alındığında durağan hale gelmişlerdir.

Yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre GSYİH ile uluslararası doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya konmuştur. %5 anlamlılık düzeyinde, doğrudan yatırımlar GSYİH'nin nedeni olarak görülürken; GSYİH doğrudan yatırımların bir nedeni değildir. Ayrıca GSYİH ile portföy yatırımları arasında çift yönlü bir nedensellik bulunmuştur. Modele dâhil edilen değişkenler arasında eş bütünleşen vektörlerin bulunması, söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğu işaret etmektedir.

Analizde R²'nin %50 çıkması, GSYİH'daki değişimin %50'lik kısmı modele dahil ettiğimiz doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları tarafından açıklandığını ifade etmektedir.

Sonuç olarak, yapılan zaman serisi analizi hem doğrudan yatırımlarla hem de portföy yatırımları ile büyümenin bir göstergesi olan GSYİH arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Kaynakça

Arin T., "Financial Markets and Globalization on Turkey", www.gsb.luc.edu/depts/economics/meea/volume1, 12-12-2005

Balasubramanyam, V. N., Salisu, M., ve Sapsford, D. (1996), "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS countries", *Economic Journal*, 106(1), 92-105.

Bekaert, G., Harvey, C., (1998), Capital Flows and the Behaviour of Emerging Market Equity Returns. NBER Working Paper Series No. 6669.

Bekaert, G., Harvey, C., (2000). "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets", *Journal of Finance*, 55 (2), 565-613.

Bende-Nabende, A., Ford, J., Santoso, B., ve Sen, S.(2003), "The Interaction Between FDI, Output and the Spillover Variables: Cointegration and VAR Analyses for APEC, 1965-99", *Applied Economics Letters*, 10(3), 165-172.

Bengoa, M., ve Sanchez-Robles, B. (2003), "Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Growth: New Evidence from Latin America", *European Journal of Political Economy*, 19(3), 529-545.

Berksoy T. ve Saltoğlu B (1998), Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 1998-58, İstanbul.

Bhagwati, J. (1998), "The capital myth: The Difference Between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, (77), 7-12.

Bhagwati, J. (1998). The Capital Myth: The Difference Between trade in Widgest and Dollars, *Foreign Affairs* 77, 7-12.

Blomstrom, M., Lipsey, R., ve Zejan, M. (1996), "Is Fixed Investment the Key to Economic Growth?", *Quarterly Journal of Economics*, 111(1), 269-276.

Borensztein, E., Gregorio, J., ve Lee, J. (1998). "How does foreign direct investment affect economic growth", *Journal of International Economics*, 45(1),115-135.

Chakraborty, C., ve Basu, P. (2002), "Foreign Direct Investment and Growth in India: A Cointegration Approach", *Applied economics*, 34(9), 1061-1073.

Durham B.J. (2004), "Absorptive Capacity And Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth", *European economic Review*, (48), 285-06.

Evans, Kimberly, "Foreign Portfolio and Direct Investment" OECD Global Forum on International Investment, Attracting Foreign Direct Investment for Development, Shanghai 5-6 December 2002. Erişim: <http://www.oecd.org>, 17 Şubat 2003.

Feenstra, R. C., ve Markusen, J. R. (1994), "Accounting for Growth with New Inputs", *International Economic Review*, 35(2), 429-447.

Fisher, S. (1999), "On the Need for an International Lender of Last Resort", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, 13(4), 85-104.

Greene W.H. (1997), *Econometric Analysis*, New Jersey, Pirentice hill inc.

Hsiao, C., ve Shen, Y. (2003), "Foreign Direct Investment and Economic Growth: The Importance of Institutions and Urbanization", *Economic Development & Cultural Change*, 51(4), 883-896.

Kar M. ve Kara A. (2003) " Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", *Dış Ticaret Dergisi*, Temmuz, Yıl:8, Sayı:29, 46-80.

Karluk R. (1984), *Uluslar arası Ekonomi*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.

Kholdy, S. (1995), "Causality Between Foreign Investment and Spillover Efficiency", *Applied Economics*, 27(8), 745-749.

Kula F. (2003). "Uluslararası sermaye hareketlerinin etkinliği: Türkiye üzerine gözlemler", *Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2, 141-154.

Lipsey, R.E., (1999), The role of foreign direct investment in international capital Flows. NBER Working Paper No. 7094.

Nair-Reichert, U., ve Weinhold, D. (2001), "Causality Tests for Cross-Country Panels: A New Look at FDI And Economic Growth in Developing Countries", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 63(2), 153-171.