



Prof. Dr. Mustafa Emir



Arş. Gör. Semra Bank

Uluslararası Sermaye Akımları ve Risk İlişkisi

Prof. Dr. Mustafa EMİR
Arş. Gör. Semra BANK

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF.

Özet

Uluslararası sermaye akımları özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal açıklarını dengeleme fonksiyonu bakımından büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda incelendiğinde sermaye akımlarının gerçekleşebilmesi için öncelikle sermaye yatırımı yapmak isteyen bir yatırımcı ve sermaye yatırımının avantajlı olduğu bir ülkenin mevcut olması gerekmektedir. Ancak, gerçekleşecek sermaye transferi her iki ülke için bazı riskler taşımaktadır. Ülkelerin ekonomik, politik ve finansal durumlarına göre farklılaşabilecek olan bu risk faktörleri sermaye akımlarında belirleyici faktörler olabilmektedirler.

Uluslararası sermaye akımları bünyesinde ağırlıklı olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını inceleyen bu çalışmada çokuluslu firmaların sermaye yatırımlarında karşılaştıkları riskler genel itibarıyla açıklanılmaya çalışılmış ve Türkiye'deki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gelişimi üzerine genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Uluslararası sermaye akımları, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ülke riski.

Abstract (The Relationship Between International Capital Flows and Risk)

International capital flows are especially important for developing countries because of the function of compensating financial deficits. In this context, it must be an investor that demands capital investment and a country that has advantage in capital investment. However, capital movement constitute certain risks in both countries. These risk factors which can change according to economic, politic, financial situation of countries can be determining factors of capital flows.

In this article which predominantly examine foreign direct investments within the context of international capital flows, it is purposed to be explained the risks of multinational corporations and to be appraised development of foreign direct investments in Turkey.

Key Words: International Capital Flows, Foreign Direct Investments, Country Risk.

1) Giriş

Uluslararası sermaye akımları bileşenlerinden olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları ait olduğu ülkenin mevcut üretim düzeyini artırması, yeni istihdam olanakları temin etmesi, yeni teknoloji getirebilmesi gibi birçok avantajının yanında, ödemeler bilançosu açıklarının giderilmesinde esas faktör olarak yer almaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkede oluşturabileceği olumlu

koşullar yeni yatırımları da teşvik edebilir ve ülkenin ekonomik gelişimindeki

payını giderek artırabilir. Fakat, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine, içinde buldukları ekonomik, sosyal ve siyasi ortama göre sözkonusu yatırımlar bazı ülkelere daha fazla bazı ülkelere ise daha az gerçekleşmektedir. Konuya yatırımı gerçekleştirecek olan çokuluslu şirketler açısından bakıldığında, hedef ülkenin sahip olacağı, farklı risk bileşenlerinden oluşan "ülke riski" olarak ifade edilen risk unsuru

ülkenin sahip olabileceği yabancı sermaye yatırımlarının bir belirleyicisi olmaktadır.

Bu araştırmada uluslararası sermaye akımları çerçevesinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları açıklanmış, bu yatırımlar ve ülke riski arasındaki ilişki değerlendirilerek, Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gelişimi hakkında açıklayıcı bilgiler verilmiştir.

2) Uluslararası Sermaye Akımlarının Önemi ve Genel Kapsamı

Dünya ekonomisi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki sermaye mevcudiyeti farklılığından kaynaklanan etkin olmayan kaynak dağılımı ile karşı karşıyadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağı olurken, dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile finanse edilmektedir (KULA, 2003; 142). Yabancı sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve dış ticaret hareketleri üzerindeki sınırlamaların kalkması 1970’li yıllardaki Bretton Woods Sistemi’nin yıkılmasına dayanmaktadır (İNSEL-SUNGUR, 2003; 2). Bu doğrultuda, ulusal finans piyasalarının entegrasyonu ile birlikte sınır ötesi finansal işlemler ve sermaye akımlarında artış başlamıştır (KREBS, 2005; 1). Finansal entegrasyon bugün 30 yıl öncesine göre çok daha ileri düzeyde olmakla birlikte bu gelişmeyi Birinci Dünya Savaşı’nı takip eden on yıl içinde yaşamıştır. Entegrasyon derecesi ise ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık arz etmektedir (LOTHIAN, 2006; 360). Uluslararası sermaye akımlarında gerçekleşen artışlar uluslararası entegrasyon derecesini artırmaktadır (EVANS-HNATKOVSKA, 2005; 1). Yüz yıl önce gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelere önemli derecede sermaye akımı gerçekleşmekteyken, bugün bu akımlar düşük düzeydedir (LOTHIAN, 2006; 360).

Dünya ekonomisindeki serbestleşme ve küreselleşme eğilimleri, gelişmekte olan ülkelere sürdürülebilir bir ekonomik büyümenin başarılması, yatırımların artırılması, dünya pazarlarındaki ihracat güçlerinin artırılması, istihdam fırsatlarının iyileştirilmesi, teknolojik gelişmelerin güç-

telerini geliştirmeleri yönünde baskı yapmaktadır. Dış finansman gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmalarının finansmanında var olan yapısal darboğazlar ve sermaye birikimi yetersizliği karşısında tek alternatifidir. Uluslararası çok taraflı mali kurumlar finansmanları, devlet-lerarası finansmanlar ve uluslararası ticari krediler gibi geleneksel dış finansman şekilleri olabileceği gibi; doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları gibi özel kaynaklı finansman şekilleri de olabilmektedir (DPT 8. 5 Yıllık Kalkınma Planı, 2000; 2).

Mevcut kaynakları yeterli olmayan, üretim ve istihdam yaratan yabancı kaynaklara ihtiyaç duyan ülkeler açısından büyük bir avantaj teşkil eden uluslararası sermaye akımları doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak 3’e ayrılırken, portföy yatırımları ile diğer yatırımlar toplamı hisse senedi ve tahvil gibi finansal araçlar vasıtasıyla ülkelere girdikleri için finansal yatırımlar olarak adlandırılmaktadır (TÖRE, www.tcmb.gov.tr; 73; KULA, 2003; 143). Ayrımdan anlaşılacağı üzere, mali nitelikte olan portföy yatırımlarının aksine doğrudan yabancı sermaye yatırımları üretime yönelik olarak gerçekleştirilen yatırımlardır (SAATÇIOĞLU, www.ismmmo.org.tr; 1).

Uluslararası sermaye akımları, gelişmiş ülkelerin portföylerini daha iyi çeşitlendirmesine yardımcı olurken, geleceğe yönelik emeklilik fonları ve emeklilik hesapları için destek sağlamaktadır. Bununla birlikte, büyük çapta gerçekleşebilecek sermaye akımları yatırım yapılan ülkede parasal genişleme, enflasyonist baskı, reel döviz kuru artışı ve cari hesap açıklarında genişleme sonucunu ortaya çıkarabilmektedir. Arzu edilmeyen makro ekonomik etkiler oluşturan bu durum dış şoklara karşı ekonomiyi daha duyarlı hale getire-bilmektedir (HOTI, 2004; 1). 1990’lı yılların ikinci yarısında uluslararası sermaye girişlerinin yoğun olduğu ülkelerde arka arkaya ekonomik krizlerin yaşanmaya başlanması, sermaye hareketlerinin ekonomik krizlerin en önemli dinamiği olduğu görüşüne ağırlık kazandırmış olup, sermaye akımlarının

lendirilmesi şeklindeki hedeflerinin başarılmasında kendi kaynaklarını ve kapasite-

kontrolünü ve bu kontrolün nasıl gerçekleştirileceğini gündeme getirmiştir (İNSEL-SUNGUR, 2003; 6). Bu bağlamda finansal globalizasyonun etkileri üzerindeki araştırmalar sermaye kontrolünü muhafaza edenler ve sermayenin serbestçe hareketine izin verenler şeklinde ikiye ayrılmıştır (KAMINSKY, 2005; 13). Uluslararası sermaye akımlarının sınırlanmasındaki gerekeç; piyasa başarısızlığının ve çarpıklıkların tüm sermaye piyasalarına yayılması üzerinde odaklanmaktadır. Söz konusu çarpıklıkların başında ise coğrafi ve kültürel farklılıklar nedeniyle bilgi ediniminin güçleşmesi anlamını veren asimetrik bilgi faktörü gelmektedir (KAMINSKY, 2005; 13). Sermaye akımları üzerinde kontrollerin bulunması; sermaye kaçışlarını önleme veya kısa vadeli akımları, spekülative sermayeyi kısıtlama, vade ağırlığını uzun vadeye dönüştürme ve sermaye girişlerini azaltma gibi yararlar sağlayabilmektedir. Ancak diğer taraftan, sermaye girişlerinin sınırlanması söz konusu kontrollerin gelişmekte olan ekonomilerin verimli yerli yatırımları finanse edebilme yeteneğine mani olmaktadır (NEUMANN, 2006; 1011).

Tablo 1: Gelişmekte Olan Piyasalar ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Net Sermaye Akımları (Milyar \$)

	2001	2002	2003	2004	2005
Özel Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (net)	179,4	150,6	159,1	176,9	255,9
Özel Portföy Yatırımları (net)	-78,2	-91,7	-10,9	13,9	3,2
Diğer Özel Sermaye Akımları (net)	-36,6	18,4	17,3	15,1	-20,6
Resmi Akımlar (net)	-3,3	-4,3	-53,1	-64,7	-151,8

Kaynak: <http://www.imf.org>

IMF tarafından yayınlanan "Genel Ekonomik Görünüm" raporuna göre gelişmekte olan piyasalar ve gelişmekte olan

ülkelerdeki net sermaye akımları Tablo: 1'de gösterilmektedir.

Tabloya göre gelişmekte olan ülkelere ait net sermaye akımları içerisinde özel doğrudan yabancı sermaye yatırımları büyük bir pay teşkil etmektedir. 2004 yılına göre, özel doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında 2005 yılında %44,66 artış gözlenirken, özel portföy yatırımlarında ise %76,98 azalma kaydedilmiştir. Gelişmekte olan piyasalara olan sermaye akımlarının devam etmesindeki en önemli etmen gelişmiş ülkelerde büyümeye yönelik olumlu beklentilerin korunmasıdır (BÜ-RÜMCEKÇİ-İŞİK-ÖZDAMAR, 2006; 2).

Bu paralelde söz konusu akımlar gelişmiş olan ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru gelişmekte olup bazı risk faktörleri sermaye akımlarının büyük-lüğünü oldukça etkilemektedir (LOTHIAN, 2006; 1). Söz konusu risk faktörleri genel itibarıyla içsel, dışsal veya hem dışsal hem de içsel faktörler olarak ayrılabilir (HOTI, 2004; 144). İçsel faktörler makro ekonomik istikrarın sağlanması sonucu kredi değerliliğinin artması, finansal piyasaların daha liberal olması ve borçlanma probleminin başarılı bir şekilde çözümü ile ilgiliyken, dışsal faktörler ise dünya faiz oranlarındaki düşme sonucu finansal sermayenin kullanımının artması ile ilgilidir (HOTI, 2004; 144).

3) Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Bir şirketin üretimini ana merkezine bulunduğu ülke sınırları dışına yaymak üzere yabancı ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut tesisleri satın alması bir doğrudan (dolaysız) yabancı sermaye yatırımdır (SEYİDOĞLU, 2003; 451). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları bir den çok ülkede yatırımda bulunan ve üretimle ilgili kararlarını bir merkezden alan veya çeşitli yollarla bağlı şirketlerin kararlarını etkileyebilen çokuluslu şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Çokuluslu şirketlerin üretim faaliyetleri üç şekilde oluşabilmektedir (TANDIRCI-OĞLU-ÖZEN, 2003; 106):

1. **Geriye Bağlı Üretim Faaliyetleri:** Şirketler kendi sanayi üre-

timleri veya dünya pazarları için gerekli hammaddelerin çıkarılması, işlenmesi ve satışı faaliyetinde bulunurlar.

2. İleriye Bağlantılı Üretim Faaliyetleri: Ana şirketin yabancı ülkelerdeki satış faaliyetlerini düzenleme, ya da ana şirketin bulunduğu ülkenin pazarlarının sınırlı olması nedeniyle diğer ülkelerde yatırım yapma zorunluluğunda olan şirketlerdir.

3. Yatay Bağlantılı Üretim Faaliyetleri: Yatırım yapılan ülkedeki bağlı şirkete sermaye ile birlikte üretim için gerekli teknoloji, teknik yardım (know-how) ve işgücü transfer edilerek bağlı şirketin ana firmasının üretim stratejisi doğrultusunda üretim yapması sağlanmaktadır. Yatay bağlantılı üretim faaliyetinde bulunan şirketler nispi olarak üretim faktörlerinin düşük maliyetli ve pazar olanaklarının avantajlı olduğu ülkelerde yatırımlarda bulunarak kar maksimizasyonunu gerçekleştir-meye çalışmaktadırlar.

Uluslararası sermaye akımlarını iki farklı bakış açısından incelemek gerekirse; bir tarafta sermaye transfer eden ülkenin verimli sermayesinin ülkeden çıkışı söz konusu iken, diğer tarafta sermaye transfer edilen ülkenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile elde edebileceği yerel üretim birimleri yer almaktadır (BASU-CHAU, 2007; 1). Doğrudan dış yatırımlar, bir ülkeye ya döviz transferi yolu ile ya üretimde kullanılacak makine, teçhizat ve diğer üretim araçları şeklinde ya da lisans, teknik bilgi, know-how gibi gayri maddi haklar olarak girmektedir. Bu paralelde doğrudan dış yatırımların yapılmaya nedenleri altı başlık altında incelenebilmektedir (SAATÇIOĞLU, www. ismmmo.org.tr; 1-2):

1- Hammadde kaynağı tedariki,

2- Üretimdeki farklı faaliyetleri tek yönetim altında birleştirmek,

3- Üretimle ilgili aktarılamayacak bilgiler, işletmecilik sırlarının ve ünvanının korunması, ithalatçı ülkenin koyduğu

gümrük vergileri ve kotalar ile taşıma giderlerinden kaçınma,

4- Yurtiçi kısıtlamalardan kurtulma,

5- Üretim esnekliğinin sağlanması,

6- Ulaştırma ve bilişim teknolojileri ve ucuz yabancı üretim faktörü kullanımı.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yatırım yapılacak ülkeye ihracat yapılması ya da yatırım yapılacak ülkedeki yerel firmalar aracılığıyla üretim yapılma alternatiflerine göre neden tercih edildiğini çokuluslu şirketler teorisi çerçevesinde incelemek daha açıklayıcı olacaktır. Çokuluslu şirketler; doğrudan yabancı sermaye yatırımları çerçevesinde yabancı ülkedeki fiziki sermayeye sahip olan ve bunu işleten firmalardır (OKSAY, 1998; 1). Söz konusu şirketler, tek bir merkezde üretim yaparak ihracat yoluyla uluslararası pazarlara ulaşmak yerine, müşterinin bulunduğu yerde çok fabrikalı bir yapılmaya doğru yönelmektedirler (CÖMERT, 2000; 2). Çokuluslu şirketler teorisine göre; bu sorun esasında kaynakların bazı maliyet avantajları sağlaması sonucu üretimin bu kaynakların bulunduğu yerde gerçekleştirilmek istenilmesi, teknoloji transferinin güçlük teşkil etmesi ve dikey entegrasyonun şubeler arası fiyat istikrarını sağlaması hususlarına dayanmaktadır (OKSAY, 1998; 20).

Çokuluslu şirketler tarafından yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına karşı gelişmekte olan ülkelerde var olan yaklaşımlar geçmişten günümüze dek büyük dönüşümler yaşamıştır. Özellikle, II. Dünya Savaşı'ndan Doğu Bloku'nun çözüldüğü 1989 yılına kadar olan süreçte, yabancı yatırımların ülke egemenliklerini tehlikeye sokacağı, orta ve uzun vadede gelirden daha çok döviz çıkışına yol açtığı ve dolayısıyla sömürgeciliğin bir aracı olduğu, yeterli önlem alınmadığında yerli firmaların yerini alacağı düşünülmüştür. Ancak, ilerleyen zamanlarda gelişmekte olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye

yatırımlarına olan bakış açısı değişme göstermiş ve Doğu Bloku ülkelerinin de devreye girmesiyle ülkeler arasında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını kendilerine çekebilmek için bir yarış başlamıştır (DPT 8. 5 Yıllık Kalkınma Planı, 2000; 3-4).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından 2004-2005 yıllarına ait verilerin gösterildiği Tablo 2'ye göre; gelişmiş ülkelere ait doğrudan yabancı sermaye yatırımları 2006 yılında daha önceki iki yıla göre %48 oranında artmıştır ve 800 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılında İngiltere doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında en büyük paya sahip ev sahibi ülke iken, 2006 yılında Amerika Birleşik Devletleri bu liderliği eline geçirmiştir. Avrupa Birliği ise 2006 yılında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında en büyük paya sahip bölge konumunu idame ettirmiştir. Bununla birlikte, dünya ekonomisini tehdit eden bazı riskler gelişmiş ülkelere yapılan ve bu ülkelerin yapacak oldukları doğrudan yabancı sermaye yatırımları için engel teşkil edebilmektedir. Global muhasebe dengesizlikleri büyü-mekte ve döviz kurlarında ani değişimlere neden olabilmektedir. Yüksek ve değişken petrol fiyatları enflasyonist baskı oluşturmuş ve finansal piyasa koşullarındaki olası bir daralmaya engel olunamamıştır. Avrupa'daki yüksek bütçe açıkları vergi ve ücrete yönelik baskı unsuru teşkil etmiştir. Tüm bu açıklamalar doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının geleceği açısından önlem alma ihtiyacının önemini vurgulamaktadır. Diğer taraftan; gelişmekte olan ülkelerde (South-East Europe) ve geçiş ekonomilerinde (Commonwealth of Independent States) ise %10 ve %56 doğrudan yabancı sermaye yatırımı artışı gözlenmiştir (<http://www.unctad.org>).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı istihdam etkileri oluşturmaktadır. Buna göre; doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile gelişmekte olan ülkeler, yetersiz sermaye açığını kapatma, borç riskinden kurtulma, yeni teknolojiler vasıtasıyla ihracat imkanını geliştirme, iş idaresi ve yönetim anlayışlarının değişmesi gibi

olumlu etkiler elde etmektedir (CÖMERT, 2000; 5).

Tablo 2: Ev Sahibi Ülke Açısından Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (milyar USD)

Ev Sahibi Ülke	2004	2005	2006*	Büyüme Oranı (%)
Dünya	710.8	916.3	1230.4	34.3
Gelişmiş Ekonomiler	396.1	542.3	800.7	47.7
Avrupa	217.7	433.6	589.8	36.0
Avrupa Birliği	213.7	421.9	549.0	30.1
EU-15	185.2	387.9	510.7	31.7
Fransa	31.4	63.6	88.4	39.0
Almanya	-15.1	32.7	8.1	-75.1
İtalya	16.8	20.0	30.0	50.2
İngiltere	56.2	164.5	169.8	3.2
EU'ya Yeni Üye Olan 10 Devlet	28.5	34.0	38.4	12.8
Çek Cum.	5.0	11.0	5.4	-50.8
Macaristan	4.7	6.7	6.2	-7.3
Polonya	12.9	7.7	16.2	109.9
ABD	122.4	99.4	177.3	78.2
Japonya	7.8	2.8	-8.2	-395.5
Gelişmekte Olan Ekonomiler	275.0	334.3	367.7	10.0
Africa	17.2	30.7	38.8	26.5
Mısır	2.2	5.4	5.3	-1.9
Fas	1.1	2.9	2.3	-20.9
Nijerya	2.1	3.4	5.4	60.0
Güney Afrika	0.8	6.4	3.7	-42.7
Latin Amerika ve Karayip Ülkeleri	100.5	103.7	99.0	-4.5
Arjantin	4.3	4.7	3.3	-29.5
Brezilya	18.1	15.1	16.0	5.9
Şili	7.2	6.7	9.9	48.4
Kolombiya	3.1	10.2	4.9	-52.0
Asya ve Okyanusya	157.3	200.0	229.9	15.0
Batı Asya	18.6	34.5	43.3	25.5
Türkiye	2.8	9.7	17.1	76.3
Güney,Doğu ve Güneydoğu Asya	138.0	165.1	186.7	13.1
Çin	60.6	72.4	70.0	-3.3
Hindistan	5.5	6.6	9.5	44.4
Meksika	22.3	18.9	18.9	0.0
Endonezya	1.9	5.3	2.0	-62.9
Kore	7.7	7.2	0.5	-92.6
Malezya	4.6	4.0	3.9	-1.6
Singapur	14.8	20.1	31.9	58.8
Tayland	1.4	3.7	7.9	114.7
Rusya Federas.	15.4	14.6	28.4	94.6
Romanya	6.5	6.4	8.6	34.1
Kazakistan	4.1	1.7	6.5	275.5
Güneydoğu Avrupa ve Geçiş Ekonomileri	39.6	39.7	62.0	56.2

*İlk tahminler

Kaynak:<http://www.unctad.org>

Diğer taraftan, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülkede kilit sektörleri yabancı ülkelerin denetimi altına sokabilmesi, gümrük vergileri ve ithalat yasakları gibi koruyucu dış ticaret kısıtlamalarının aşılması, yabancı şirketlere ait olan yüksek sermaye, teknoloji gibi olumlu özelliklerin haksız rekabete yol açabilmesi, aşırı kar transferleri sonucu ülkenin ödemeler dengesinde ortaya çıkabilecek olumsuzluklar ve ev sahibi ülke açısından teknolojik bağımlılık oluşturabilmesi nedenleriyle dezavantaj teşkil edebileceği yönünde de değerlendirilmektedir (SAATÇIOĞLU, www. ismmmo.org.tr; 2).

Son kuramsal çalışmalar doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülkenin verimliliği ve ekonomik büyümesi üzerindeki olumlu etkilerini doğrulamakla birlikte, yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkede karşılaşabilecekleri döviz kuru riskinin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına mani olabileceğini savunan çalışmalar da mevcuttur. Bu çalışmalara göre; gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının döviz kuru riskini azaltan bir sistemin var olması bu ülkelerin ekonomilerinde büyümeyi teşvik edici bir rol oynayacaktır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda doğrudan yabancı sermaye yatırımcılarını döviz kuru riskinden koruyacak yeterli büyüklükte vadeli işlemler ve opsiyon piyasaları mevcut olmamakla birlikte yakın gelecekte bu tür piyasaların gelişimi ihtimali de düşüktür (YIP-YAO, 2006; 295).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları daha önceleri turizm, otomobil, hazır giyim, tüketici elektronikleri ve yiyecek sektörlerinde dikkat çekerken, son dönemlerde telefon çağrı merkezleri, yazılım ve bilgisayar hizmetleri, elektronik parçaları, ortak servis merkezleri ve şirket yönetim merkezleri, işlenmiş malzeme ve parçaları, 'Back Office' faaliyetleri, geliştirilmiş lojistik operasyonları, eczacılık ve bioteknoloji gibi sektörlerde yoğun olduğu gözlenmektedir (ÖZYILDIZ, 1998; 2).

Daha önce de ifade edildiği üzere, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yapıldığı ülkelerde ortaya çıkan ekonomik

krizler söz konusu yatırımların gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansmanında tehlikeli bir yer teşkil ettiği yönünde bir izlenim uyandırmıştır. Bu izlenimin esasını ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının diğer uluslararası sermaye akımlarına göre daha az değişken olması ve gelişen ülkelere göre gelişmekte olan ülkelere daha büyük bir pay teşkil etmesi oluşturmaktadır (ALBUQUERQUE, 2003; 354). Örneğin; Dünya Bankası'nın (1999a) "Global Finansal Gelişme" konulu raporunda 1980'lerdeki Latin Amerika borç krizinde gelişmekte olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çökmüş olmakla birlikte, bankalar ve tahvil piyasalarından gelen akımlarda söz konusu çöküşün 7 kat daha büyük gerçekleştiği belirtilmektedir (ALBUQUERQUE, 2003; 354). ALBUQUERQUE'e göre; gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından karakteristik bir özelliğe sahiptir. Buna göre; söz konusu ülkeler çokuluslu şirketlerin gayri maddi varlıkları (beşeri sermaye, organizasyon sermayesi, teknolojik ilerlemeler) olmadan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını değerlendirememektedirler. Gayri maddi varlıklar gelişmekte olan ülkeye büyük çoğunlukla devredilemediğinden, söz konusu varlıkların bu ülkelerdeki değeri nisbi olarak küçük olacaktır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ait bu kısmi devredilemezlik, bu yatırımları diğer uluslararası sermaye akımlarından ayırmaktadır (ALBUQUERQUE, 2003; 356).

4) Ülke Riski ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İlişkisi

Çokuluslu şirketler doğrudan yabancı sermaye yatırımları çerçevesinde çeşitli risklerle karşılaşmaktadırlar. Bu nedenle; üretim sürecinin sermayeye mi yoksa emeğe mi dayalı olduğu, hedef pazarın işgücü maliyetleri açısından ucuz, üretim ve hizmetlerin gerçekleştirilebilmesi açısından uygun, yenilikler, bilgi ve enformasyon mevcudiyeti açısından zengin olması gibi hususlar dikkate alınarak yatırım kararı verilmelidir (ÖZYILDIZ, 1998; 3-4).

Doğrudan yabancı sermaye yatırım-larını etkileyen bir diğer faktör de ülke riskidir. Ülke riski; ülkelerin gelir du-rumu, uluslararası rezervleri, politik-eko-nomik istikrarı ve borç ödeme kapasitesi gibi uluslararası sermaye akımına etki eden faktörler ile yakından ilgili bir kav-ramdır ve uluslararası yatırımlara yönelik potansiyel sonuçlar doğurabilecek ekono-mik, politik ve sosyal koşullardan kay-naklanan bütün riskleri kapsamaktadır. Ülke riski; ekonomik risk, politik risk ve ticari risk olarak 3'e ayrılmaktadır (www.baskent.edu.tr):

1- Ekonomik risk: Faiz ve döviz ku-rundaki değişimler gibi ülkenin makro-ekonomik anlamdaki gelişimine ilişkin hususlar ekonomik riske konu olmaktadır.

2- Ticari risk: Özel şirketler ile ye-rel yardımcıları arasındaki anlaşmaların ne ölçüde yerine getirildiğine konu olan ticari risk, yatırımın kendisi ile ilgili olan risktir.

3- Politik risk: Bir ülkedeki politik karar veya olayların, yatırımcıların para kaybetmelerine veya yatırımdan bekle-diklerinden daha az ölçüde para kazan-malarına neden olacak şekilde ön plana çıkması ve yatırımları etkilemesidir.

Ülke riskinin belirlenmesinde ülkenin ekonomik ve politik performansı ağırlıklı olarak dikkate alınmaktadır. Yatırım ya-pılacak olan ev sahibi ülke hükümet kay-naklı problemler, savaş hali, kamulaştırma, konvertabiliteye ilişkin sorunlar, vergi oranlarının artması, yabancı kaynaklı dış yatırım teşviklerinin iptali, yabancıların sahip olma haklarının kısıtlanması ve yerel hammadde ve malzeme kullanımına ilişkin zorluklar şeklindeki politik risklere sahip olabilmektedir. Diğer taraftan, ev sahibi ülke tutarsız hükümet politikaları, yüksek enflasyon ve faiz oranları, ekonomik dur-gunluk ve sağlam para stoğunun yetersiz kalmasından kaynaklanan ekonomik risklerle de karşı karşıya kalabilmektedir (www.risk-yonetimi.com).

Yabancı bir ülkede yatırım yapmanın ortaya çıkarabileceği risklere karşı çok-uluslu şirketin alabileceği bazı önlemler mevcuttur. Buna göre; çokuluslu şirket üretim için zorunlu bir parçanın

denetimini elinde bulundurarak, şirketin mülkiyetini ileride yerel ülkeye devrederek, yerel ülkede ortak girişimler kurarak, yerel ülkeden borçlanarak, dış yatırım sigortası yaptırarak ve yatırımlara ilişkin yapacağı karşılıklı garanti anlaşmaları ile bu riskleri minimize edebilmektedir (SEYİDOĞLU, 2003; 464-465).

5) Türkiye'deki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Büyük ve gelişen bir yerli piyasaya ve rekabetçi bir işgücüne sahip olması, Avrupa ve Asya kıtaları arasında köprü va-zifesi üstlenmesi, gelişmiş altyapısı iti-bariyle Türkiye çokuluslu şirketlerin doğ-rudan sermaye yatırımları için cazip bir ülkedir. Ayrıca, serbest döviz kuru, yerel parasının konvertabil olması, sermaye malları üzerinde sınırlamaların olmaması, Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşma-sının yapılmış olması ve yabancı yatırım mevzuatının liberal olması sebebiyle yasal açıdan da yabancı yatırımcılara birçok avantaj sunmaktadır (<http://www.pdf.com>. tr; 82-84).

Tablo 4: AT Kearney-Uluslararası Doğrudan Yatırım Güven Endeksi

2005			2006	
Sıra-lama	Ülke	Ülke Skoru*	Sıra-lama	Ülke
1	Çin	2.197	1	Çin
2	Hindistan	1.951	2	ABD
3	ABD	1.420	3	Hindistan
4	İngiltere	1.398	4	İngiltere
5	Polonya	1.363	5	Almanya
6	Rusya	1.341	6	Fransa
7	Brezilya	1.336	7	Avustralya
8	Avustralya	1.276	8	Hong Kong
9	Almanya	1.267	9	İtalya
10	Hong Kong	1.208	10	Japonya
13	Türkiye	1.133	29	Türkiye

* Ülke skorları 0-3 değerlendirme aralığında belirlenmektedir.Skor 3'e yakınlığı, yatırımcıların ülkeyle ilgili yüksek güvenini ifade etmektedir.

Kaynak: www.investinturkey.gov.tr, Hazine Müsteşarlığı 2005 Yılı Doğrudan Yabancı Sermaye Raporu; 8

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin hazırlanan uluslararası raporlar, ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımları cazibesini ortaya koymaktadır. Bu hususa dair hazırlanan raporlardan biri; “A.T. Kearney Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Güven Endeksi” dir.

33 ülkeden ve 16 sektörden 1000 büyük şirketin genel müdürleri, finans yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ve stratejistleriyle yapılan görüşmeler sonucunda oluşturulan birincil verilerle, uluslararası kuruluşlardan sağlanan ikincil verilerin değerlendirilmesiyle oluşturulan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Güven Endeksi, gelecek bir ile üç yıllık dönemde, belirli pazarların doğrudan yatırımların küresel dağılımından alacağı payın tahmin edilebilmesi amacıyla A.T. Kearney Danışmanlık Şirketi tarafından tasarlanmıştır. Söz konusu raporun 2005 yılı endeks verilerine göre (Tablo:4); Türkiye uluslararası doğrudan yatırımlar açısından cazibesi en yüksek olan ilk 25 ülke içerisinde 13. sırada yer almıştır (Hazine Müsteşarlığı 2005 Yılı Doğrudan Yabancı Sermaye Raporu; 7-8).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının cazibeli olduğu ülkelere ilişkin veri sağlayan diğer bir rapor ise; Dünya Ekonomik Forumu Uluslararası Rekabet Gücü Araştırması'dır. Bu raporda; ülkelerin rekabet edilebilirlik yönünden konumları ölçülmekte ve ülkelerin ekonomik, sosyal ve teknolojik alanlarda kamuoyuna açıldığı verilerle, rapor kapsamında düzenlenen “Yönetici Fikir Anketi” verilerine dayanarak oluşturulan endeks sonucuna göre 117 ülkenin uluslararası rekabet gücü açısından yeri tahmin edilmektedir. Araştırma kapsamında “Büyüme Rekabet Gücü Endeksi” ve “İş Ortamı Rekabet Gücü Endeksi” hesaplanmakta ve ülkeler endeks bazında yer alan çeşitli kriterlere göre değerlendirilerek sıralanmaktadır. 2005 yılına ait Büyüme Rekabet Gücü Endeksi'ne göre; Türkiye 3,68 ülke skoru ile dünya genelinde 66. sırada yer alırken, İş Ortamı Rekabet Gücü Endeksi'nde ise 51. sırada yer almaktadır (Hazine Müsteşarlığı 2005 Yılı Doğrudan Yabancı Sermaye Raporu; 9-10). Ayrıca; ülkeleri

“ekonomik performans”, “hükümet etkinliği”, “iş etkinliği” ve “altyapı” gibi faktörler açısından değerlendirerek rekabet güçlerini tespit eden Uluslararası Yönetim Geliştirme Enstitüsü Dünya Rekabet Yıllığı, ve ülkelerin bilişim ve iletişim teknolojileri alanlarındaki kuvvetli ve zayıf yönlerinin belirlenmesinde önemli bir karşılaştırma aracı olarak kullanılan Dünya Ekonomik Forumu Küresel Bilgi Teknolojileri Raporu da mevcut bulunmaktadır (Hazine Müsteşarlığı 2005 Yılı Doğrudan Yabancı Sermaye Raporu; 11-12).

Uluslararası doğrudan yatırımların gösterilmiş olduğu Tablo:5'e göre; Türkiye'de 2002 yılında 1.137 milyar ABD Doları olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, 2006 yılında 20.168 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Türkiye'nin büyüme, enflasyon ve faiz oranları gibi makro ekonomik göstergelerinde görülen iyileşme; AB ile tam üyelik müzakerelerine ilişkin sürecin öngörülebilirlik üzerindeki etkisi ve yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik yapısal reformların hız kazanması Türkiye'nin uluslararası doğrudan yatırımlar açısından cazibesini artırmıştır. Özellikle finans sektöründe gerçekleşen satın alma işlemleri ve özelleştirme ihalelerine yabancı yatırımcıların gösterdiği ilgi, Türkiye'nin artan cazibesine somut örnek teşkil etmektedir (Hazine Müsteşarlığı 2005 Yılı Doğrudan Yabancı Sermaye Raporu; 13).

Buna göre; 2006 yılında gerçekleşen 20.168 milyar ABD Doları uluslararası doğrudan yatırımın, 17.2 milyar ABD Dolarlık kısmı sermaye bileşeni, 2.9 milyar ABD Dolarlık kısmı ise yurtdışında yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin Türkiye'deki gayrimenkul alımlarından oluşmaktadır. Ancak, gerçekleşen yaklaşık 20.2 milyar ABD Doları uluslararası doğrudan yatırımın yaklaşık %8.8'ini özelleştirme uygulamaları kapsamında uluslararası yatırımcıların Türkiye'ye transfer ettiği sermaye teşkil etmektedir (<http://www.hazine.gov.tr>; 7-13).

2005 yılında dünyadaki toplam uluslararası doğrudan yabancı sermaye tutarı içinde sınır ötesi birleşme ve satınalma işlemlerinin payı %78 olup, bu oran 2005-2006 yıllarında %75-80 aralığında gerçekleşmiştir. Türkiye'de de 2005

ve 2006 yıllarındaki uluslararası doğrudan yabancı sermaye yatırımları dünya ekonomisinde gerçekleşen eğilime paralel olarak sınır ötesi birleşme ve satınalma işlemlerine dayalıdır. TMSF satışları ve özelleştirme işlemleri de dahil edildiğinde 2006 yılı içerisinde ödemeler dengesine uluslararası doğrudan yabancı sermaye yatırımı olarak yansıyan birleşme ve satınalma işlemleri toplamı 15.4 milyar ABD Doları seviyesindedir (http://www.hazine.gov.tr; 13).

Tablo 5: Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Bileşenlere Göre Dağılımı (Milyon ABD Doları)

	2002	2003	2004	2005	2006
Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Toplam(Net)	1.137	1.752	2.883	9.801	20.168
Doğrudan Yabancı Sermaye	1.137	754	1.540	7.960	17.246
Sermaye (Net)	617	605	987	8.117	17.016
Giriş	622	613	1.087	8.453	17.673
Çıkış	-5	-8	-100	-336	-657
Yeniden Yatırımlarda Kullanılan Kazançlar		132	204	81	144 ^a
Diğer Sermaye^b	520	17	349	-238	86
Gayrimenkul (Net)	-	998	1.343	1.841	2.922

a) Tahmin

b) Uluslararası şirketlerin yabancı ortaklarından aldığı kredi

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı 2006 Yılı Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Raporu; 7.

Sonuç

Uluslararası sermaye akımlarının genel çerçevesinde izlenmiş olduğu bu çalışmada, özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının önemi üzerine değinilmiştir. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gerekliliği vurgulanmıştır. Söz konusu ülkelerde, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına karşı geçmiş yıllarda oluşmuş olan olumsuz yargıların yerini

teşvik edici politikalara bıraktığı açıklanmıştır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ev sahibi ülkenin üretim kapasitesini artırma, yeni teknoloji ve işletmecilik bilgisi sağlama, döviz girişi sağlama gibi avan-tajlarının yanı sıra; teknolojik bağımlılık ve ev sahibi ülke için önem arzeden sektör-lerin yabancı ülkelerin denetimine geçmesi gibi dezavantajları da beraberinde getirmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ev sahibi ülkenin makro göstergelerinin yanı sıra, politik risk, ekonomik risk gibi ülke riski kavramı altında izah edilebilen bazı risk faktörlerinden de etkilenmektedir. Buna göre; ev sahibi ülkenin sahip olduğu finansal istikrar, değer yargıları, hükümet uygulamaları gibi unsurlar, yatırımı gerçekleştirecek ülkenin yatırım kararında etkili faktörler olabilmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları Türkiye açısından incelendiğinde ise; özellikle son yıllarda makro ekonomik göstergelerdeki iyileşmeler, politik ve ekonomik istikrarın daha iyi seviyelerde izlenmesi ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını artırmıştır. Şüphesiz ki, mevcut istikrarda sağlanacak süreklilik bu yatırımların artış ve karlılık düzeyini olumlu yönde etkileyecektir.

Kaynakça

ALBUQUERQUE, Rui (2003), 'The Composition Of International Capital Flows: Risk Sharing Through Foreign Direct Investment', Journal Of International Economics, Vol. 61, pp. 353-383

BASU, Arnab K.-CHAU, Nancy H. (2007), 'A Risk-Based Rationale For Two-Way Capital Flows: Why Do Capital Flights And Inward Foreign Direct Investment Co-Exist?', International Review Of Economics And Finance, Vol. 16, pp. 37-59

BÜRÜMCEKÇİ, Haluk- İŞİK, H. Erkin ÖZDAMAR, Burcu (2006), 'Birbirini Ezenler, Bizi De Ezer Mi?', Makroskop Haftalık Ekonomi Ve Strateji Raporu

CÖMERT, Faruk (2000), 'İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye', Hazine Dergisi, Sayı: 13

EVANS, Martin D - HNATKOVSKA, Viktoria V. (2005), 'International Capital Flows, Returns and World Financial Integration', NBER Working Paper, No: W11701

HOTI, Suhejla (2004), 'An Empirical Evaluation Of International Capital Flows For Developing Countries', Mathematics And Computers in Simulation, Vol. 64, pp. 143-160

İNSEL, Aysu- SUNGUR, Nesrin (2003), 'Sermaye Akımlarının Temel Makro-Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989: III-1999:IV, Türkiye Ekonomi Kurumu

KAMINSKY, Graciela L. (2005), 'International Capital Flows, Financial Stability And Growth', DESA Working Paper, No: 10

KREBS, Tom (2005), 'Fundamentals, Information, and International Capital Flows: A Welfare Analysis', European Economic Review, Vol. 49, Pp. 579-598

KULA, Ferit (2003), 'Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler', Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 4, Sayı:2

LOTHIAN, JamesR. (2006), 'Institutions, Capital Flows And Financial Integration', Journal Of International Money And Finance, Vol: 25, Pp. 358-369

NEUMANN, Rebecca M. (2006), 'The Effects of Capital Controls on International Capital Flows in The Presence Of Asymmetric Information', Journal Of International Money And Finance, Vol: 25, Pp: 1010-1027

OKSAY, Suna (1998), 'Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Değerlendirilmesi', Dış Ticaret Dergisi, Sayı: 8, Yıl: 3

ÖZYILDIZ, R. Hakan (1998), 'Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü', Hazine Dergisi, Sayı: 11

SAATÇIOĞLU, Cem, 'Doğrudan Dış Yatırımlar ve Türkiye', www.ismmmo .org.tr

SEYİDOĞLU, Halil (2003), Uluslararası Finans, Güzem Can Yayınları, No:19, Genişletilmiş 4. Baskı, İstanbul

TANDIRCIOĞLU, Özen (2003), 'Geçiş Ekonomilerinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları', Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 4

TÖRE, Nihat, 'Dünyada Yabancı Sermaye Yatırımları', www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kita plar/kitap2/dünyayab

YIP, Paul S. L. - YAO, S.T. (2006), 'Removing Foreign Direct Investment's Exchange Rate Risk in Developing Economies: The Case For A Foreign Exchange Custodian Board', International Review Of Economics and Finance, Vol: 15, pp: 294-315

DPT 8. 5 Yıllık Kalkınma Planı, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu", Mayıs 2000, Ankara, <http://ekutup.dpt.gov.tr/yabancis/oik532.pdf>

www.risk-yonetimi.com/ulkeriski.asp, 25/12/2006

http://www.pdf.com.tr/files/TURKEY_FDI_last_version.pdf; 84

www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma7.doc-SEYİDOĞLU, 2003; 246

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/index.htm>, 2006

<http://www.unctad.org/Templates/webflyer.asp?docid>

http://www.hazine.gov.tr/ybs_raporlar
www.investinturkey.gov.tr, Hazine Müsteşarlığı 2005 Yılı Doğrudan Yabancı Sermaye Raporu,; 13

Yazarlarımızdan Mali Destek İsteğimiz

Dergimizin değerli yazarlarından zaman zaman mali destek talebimiz olmaktadır. Ekonomik kriz bizi yeniden 2009 yılı için buna zorlamış bulunmaktadır. On sayfaya kadar olan araştırmalardan 150 YTL, on beş sayfaya kadar olanlardan da 200 YTL bağış talep edilmektedir. Daha fazla sayfada araştırma gönderilmemesi rica olunmaktadır. Değerli yazarlarımızın bizi anlayışla karşılayacağını ümit ediyoruz.

Banka Hesabı;

MUFAD

Türkiye İş Bankası Osmanbey Şubesi

1124 – 233888

Dekontun fakslanacağı tel 0212 231 01 69

