

Ekonomik Büyüme ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Araştırma¹

(Araştırma Makalesi)

Economic Growth and Foreign Direct Investments. A Research on Borsa Istanbul Companies

Doi: 10.29023/alanyaakademik.708817

Emir OTLUOĞLU

Dr. Öğr. Üyesi, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi

otluoglu@istanbul.edu.tr

Orcid No: 0000-0001-9538-6134

Celal ŞİRİN

Yeminli Mali Müşavir, Bilgi Müşavirlik

celal.sirin@bilgimusavirlik.com

Orcid No: 0000-0001-9595-0495

Bu makaleye atıfta bulunmak için: Otluoğlu, E., Şirin, C. (2021). Ekonomik Büyüme ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Araştırma. Alanya Akademik Bakış, 5(1), Sayfa No.127-142.

ÖZET

Anahtar kelimeler:

Doğrudan Yabancı Yatırımlar,
Finansal Performans,
Panel Veri
Regresyon,
Borsa İstanbul

Makale Geliş Tarihi:
24.03.2020
Kabul Tarihi:
02.10.2020

Bir ülke için kamu ve özel kesim yatırımları ne kadar fazla olursa olsun dış ülke tasarruflarının ülke içerisine girmesi büyüme hedeflerini tutturmada önemlidir. Yurtdışı yatırımlar dolaylı ve doğrudan olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır. Dolaylı yatırım fiziki yatırım yapmadan portföy yatırımlarından oluşmaktadır. Doğrudan yatırım ise, ülke sınırları içerisinde fiziki yatırımlarda bulunulmasıdır. Finans literatürü doğrudan yabancı yatırımların, portföy yatırımlarına kıyasla birtakım avantajları olduğunu göstermektedir. Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların finansal performansının doğrudan yabancı yatırımlardan etkilenip etkilenmediğini saptamaktır. 54 Borsa İstanbul'da firmasının 2010-2015 dönemindeki çeyreklik verilerini kapsayan panel veri analizi sonucunda şu sonuçlara ulaşılmıştır. Firma performans ölçütleri olarak kabul edilen aktif karlılığı ve nakit akışı ile DDY arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer yandan PD/DD oranının DYY'ndan negatif yönlü olarak etkilendiği gözlemlenmiştir.

¹Bu çalışma "Borsa İstanbul Şirketleri Açısından Ekonomik Büyüme ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları" Başlığı ile 9-12 Ekim 2019 tarihleri arasında Antalya'da düzenlenen olan 23. Uluslararası Finans Sempozyumu'nda bildiri olarak sunulmuştur.

ABSTRACT**Keywords:**

Foreign Direct Investments, Financial Performance, Panel Data Regression, Borsa Istanbul

For a country, foreign and public savings as well as private and public sector investments are important in achieving growth targets. Foreign investments are made in two ways as indirect and direct. Indirect investment consists of portfolio investments without physical investment. Direct investment is the physical investments of the country. Studies shows that FDI have advantages over portfolio investments. The aim of this study is to determine the effect of FDI on the financial performance of public firms. As a result of the panel data analysis covering 54 listed firms' quarterly data for 2010-2015, the following conclusions were reached. A positive relationship was found between FDI and ROA and cash flow, which are considered as firm performance criteria. On the other hand, the MBV was negatively affected by FDI.

1.GİRİŞ**1.1. Ekonomik Büyüme**

Ekonomik büyüme genellikle bir ülkenin toplam üretimindeki artış olarak açıklanır. Üretim artışının en önemli göstergeleri arasında, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) yer almaktadır. GSYİH, ilgili dönemde, üretilen tüm nihai mal ve hizmetlerin toplam değeri olarak tanımlanabilir. Bu nedenle GSYİH'da zaman içinde meydana gelen düzenli artış, bir ülkenin üretimindeki artışı gösterir ve ekonomik büyüme olarak tanımlanır (Ünsal, 2007: 15). Ekonomik büyüme, bir ulusun servetinin zaman içinde arttığı süreç olarak da değerlendirilir ve genellikle kısa vadeli ekonomik performans tartışmalarında kullanılır. Bununla birlikte, ekonomik teori bağlamında genellikle uzun bir süre boyunca servet artışına işaret etmektedir. Sadece ülkelerin servetindeki artış değil, aynı zamanda bir ülkede yaşayan bireylerin yaşam kalitesini sürekli arttırmanın tek yolu olarak kabul edilir. Çünkü bir ülkenin uzun vadeli büyümesinin en büyük etkilerinden biri, milli geliri ve istihdam seviyesini olumlu yönde etkilemesi ve yaşam standardını arttırmasıdır. Ülkede GSYİH arttıkça, üretim artar ve daha fazla insana istihdam imkânı doğar. Bu durum ülkenin zenginliğini arttırır. Bu nedenle ülkedeki hükümetlerin ekonomik amaçlarının başında sürdürülebilir hızlı ekonomik büyümeyi sağlamak gelmektedir (Telek, 2013: 27). Ekonomik büyümede bir ülkenin ekonomik potansiyelinin kullanılması tek başına yeterli değildir. Aynı zamanda kapasite kullanımı da önem arz etmektedir. Bu nedenle ekonomik büyüme, mal ve hizmet kapasitesindeki genişleme olarak tanımlanmaktadır (Parasız, 2003: 10). Kapasite genişlemesi, ülkede uzun dönemde meydana gelecek üretim artışı ve kaynakların etkin ve verimli kullanımı ile mümkündür. Bir ülkenin üretim kapasitesi, doğal kaynakların ve beşeri sermayenin kullanım kapasitesi ile ilişkilidir. Üretim kapasitesini etkileyen unsurlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Aksu, 2016: 6);

- Beşeri sermayenin kalitesi ve verimliliği,
- İstihdam ve sermaye miktarı,
- Bilim ve teknolojiyi kullanım düzeyi,
- Yurt içi tasarruflar,
- Doğrudan yabancı yatırımlar,

- Doğal kaynakların miktarı ve kullanımı,
- Eğitim ve sağlık kalitesi,
- Dışa açıklık durumu,
- Kamu maliyesi politikalarına ve uygulama düzeylerine,
- Enflasyon ve faiz oranları

1.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organization for Economic Cooperation and Development, OECD) bir ülkede yerleşik yatırımcının başka bir ülkede yerleşik şirkette sürekli bir pay elde ettiği (kalıcı) uluslararası yatırımları doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) olarak açıklamaktadır. Kalıcı ilgi, doğrudan yatırımcı ile işletme arasında uzun vadeli bir ilişkinin varlığını ve işletmenin yönetimi üzerinde önemli derecede bir etkisi olduğu anlamına gelir (OECD, 1996: 7-8). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları genellikle arzu edilen bir sermaye girişi şekli olarak kabul edilmektedir. Özellikle, ev sahibi ekonomilerin sermayelerine doğrudan katkı sağladıklarına ve yönetsel ve teknolojik uzmanlık transferine önemli ölçüde katkıda bulduklarına inanılmaktadır (Kose vd. 2010). Doğrudan yabancı yatırımların, diğer sermaye akış şekillerinden daha kararlı ve daha az ters olma eğiliminde oldukları varsayılmaktadır (Levchenko ve Mauro, 2007). Doğrudan yabancı yatırımlar finansal küreselleşmeye katkı sağladığı için (Kose vd., 2010: 27), ülkeler tarafından tercih edilmektedir (Fernandez ve Hausman 2001). Doğrudan yabancı yatırım yapmak isteyen şirketlerin birçok alternatifi bulunmaktadır. Bir şirket kendi ülkesi dışında başka bir ülke pazarına nasıl gireceği konusunda yerel bir firma ile ortak girişim kurmak, yerel bir firmanın satın alınması ya da yerel bir firma ile birleşmesi, ülkede tesis kurulması, stratejik iş birliklerinin kurulması, kendi ülkesinde üretilen ürünlerin ihraç edilmesi gibi seçeneklere sahiptir (Raff vd., 2009). Doğrudan yabancı yatırım yapacak işletmelerin yukarıda belirtilen alternatifler arasından seçim yapmasını, kültürel ve idari mesafeler, firma büyüklüğü, satın alma deneyimi, ev sahibi ülke deneyimi, endüstri, G20 ittifakına ait ve devlete ait bir işletme olmak etkilemektedir (Rienda vd., 2018: 2).

Sabit sermaye yatırımları (Greenfield Investments) yabancı ülkede, yeni bir fabrika, tesis kurma veya yeni bir işlem gerçekleştirme şeklinde olmaktadır. Diğer bir ifadeyle bir ana şirketin, yabancı bir ülkede faaliyetlerini sıfırdan oluşturduğu bir doğrudan yabancı yatırım türüdür. Yeni üretim tesislerinin inşasına ek olarak, bu projeler yeni dağıtım merkezlerinin, ofislerin ve yaşam alanlarının inşasını da içerebilir.

Gelişmekte olan ülkelerde teknolojinin yetersiz olması ve üretim şekillerinin yeni olmaması, genellikle yatırımcıların sıfırdan yatırım yapmaya yönelmesine neden olmaktadır. Firmalar için sermaye yatırımlarının avantajları; işletmenin gerek ürün ve/veya hizmet üretimi ve satışları, gerek marka imajı, gerek insan kaynakları yönetimi gibi faaliyetleri üzerinde kalite kontrol imkanı sağlanabilmesi, ürünlerin çeşitlendirilebilmesi, ölçek ekonomisinden faydalanabilmesi, ticaret kısıtlamalarının aşılabilmesi ve ayrıca yatırım yapılan ekonomide istihdam yaratılabilmesi olarak sıralanmaktadır. Ayrıca bu konuda yapılan araştırmalar, sabit sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeyi hızlandırdığını göstermektedir. Bu hızlı büyümenin, eğer yatırımın yapıldığı ülkelerin, beşerî sermayeleri zenginleşmişse daha yüksek olumlu etki yaratmaktadır (Luu, 2016: 1).

1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımları Etkileyen Faktörler

Ekonomik sektörü de içeren, bir ülkeye giren/çıkan doğrudan yabancı yatırım miktarını belirleyen faktörler gerek finans gerekse iktisat literatüründe kendine geniş bir yer bulmuştur. Bir ülkenin doğrudan yabancı yatırım miktarını etkileyen faktörleri politik, kültürel, fiziksel, yasal, ekonomik, yatırım ortamına ilişkin ve psikolojik faktörler olarak sınıflamak mümkündür.

Özkan-Günay (2011) ve Adams (2009), DYY girişlerinin dünyadaki ekonomik büyümeyi finanse etmenin önemli bir dış kaynağı olduğu ve gelişmekte olan ülkelerde finansal yardımın yerine daha istikrarlı ve faydalı bir sermaye takviyesi alternatifi olduğu konusunda hemfikirdir. İki ülke arasında devam eden çatışmalar DYY olumsuz yönde etkileyen yasal önlemlerin hükümetler tarafından alınmasına neden olabilir (Ball ve McCulloch, 1999:317-320). Hükümetler ulusal egemenliği olumsuz etkileyeceğini düşündüklerinden bazı sektörlerde yabancı yatırımlara izin vermeyebilir. Personel politikalarını engelleyerek yabancı şirketlerin faaliyetlerini kısıtlama yoluna gidebilmektedir (Taoka ve Beeman, 1991). Kennedy, Bardy ve Rubens (2012), Kuzey Kore örneğinde olduğu gibi, küresel piyasalara katılım sağlamayan ülkelerin, kendi ekonomilerine DYY'ın girişinin olmayacağını bu iki unsur arasında bir bağlantı olduğunu ortaya koymuştur. Yaptıkları çalışmada, DYY'yi giriş / çıkışlarını teşvik etmedeki başarısızlığın küresel pazarlara katılmama politikasından kaynaklandığı bulgular arasındadır. Ball ve McCulloch'a göre, iki ülke arasında tarihe dayalı ideolojik anlaşmazlıklar doğrudan yabancı yatırımları olumsuz etkileyecektir. Bu anlaşmazlıklar ülkelerarası yatırımları önleyecek hükümet politikalarının ortaya çıkmasına neden olacak ve yatırımları engelleyecektir. Ayrıca ülkenin yer aldığı coğrafya da yaşanan bir savaş veya terör eylemleri doğrudan yatırımları azaltacaktır (Ball ve McCulloch, 1999: 317-320). Taoka ve Beeman'a göre, hükümetler yabancıların ülkeye gelerek stratejik öneme sahip ve ülke güvenliğini olumsuz etkileme ihtimali olan sektörlerde faaliyette bulunmalarını engelleyebilir. Personel politikalarında yapılacak düzenlemeler yatırım yapacak şirketleri kısıtlayabilir. Bu durum yabancı yatırımları olumsuz etkiler (Taoka ve Beeman, 1991: 233-234). UNCTAD 1998 tarihli Dünya Yatırım Raporu'nda, DYY etkileyen faktörleri tespit etmek için yaptığı analizde, etkili faktörleri, ekonomik faktörler, yatırım ortamına ait faktörler ve politik faktörler olarak sınıflandırmıştır. UNCTAD'ın raporuna göre politik faktörler, DYY'lar üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Politik faktörler aşağıdaki tabloda görülmektedir. Ülkelerin siyasi ve sosyal istikrarı, yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası anlaşmalar, ülkelerin uyguladıkları vergi politikaları, özelleştirme politikaları, ülkenin kısa ve uzun dönemli politik rolü, ekonomik kuruluşlara üyelik ve bürokratik işlemler politik faktörler arasında yer almaktadır (Candemir, 2009: 665).

Bütün gelişmekte olan ülkelerde görülen yabancı sermaye karşıtı düşünceler yeni yatırımlardaki risk oranlarını yükseltmekte, endişe içerisinde çalışan mevcutlarının da ülke ekonomisi ile bütünleşmesine engel olmaktadır (Candemir, 2009: 672). Kültürel faktörler, etnosentrizm düşüncesinin yoğun olduğu ülkelere yatırım yapılmasını engellemektedir. Etnosentrizm, yirminci yüzyılın başlangıcında, sosyal psikolog William G. Sumner (1906) tarafından yapılan çalışmalara dayanmaktadır. Etnosentrik kavramı, insanları karakterize etmek, kendi gruplarını ya da kendi kültürlerini diğerlerine göre daha üstün olma konusunda yargılama eğilimidir. Kendi grubunu, diğer her şeyin merkezi olarak görmektedir. Etnosentrik insanlarda, kültürlerine benzer kültürleri ve nesnelere tercih etme eğilimi oldukça fazladır. Hatta kendilerinden farklı kültürleri reddetmektedirler (Liu, vd., 2006). Etnosentizm kavramı,

insan davranışlarını ve çeşitli kültürlerdeki belirli tutumları açıklamak için kullanılmaktadır (Kaynak ve Kara, 1998). Tüketici etnosentrizmi ise tüketicilerin yabancı ürünleri satın almasının uygun veya hatta ahlaksız olup olmadığına ilişkin tüketici görüşünü ifade etmektedir (Seitz ve Roosen, 2015: 113-121). Tüketici etnosentrizmi, bir kişinin kendi ülkesinde üretilen ürünleri yabancı kökenli bir ürüne kıyasla tercih etme eğilimidir (Huddleston, vd., 2001). Etnosentrizmi yüksek olan insanlar yabancı mamul satın almanın uygunsuz, ahlaksız olduğu ve ulusal işletmelere ve istihdama zarar verebileceği algısına sahiptir (Šmaizienė ve Vaitkienė, 2014: 463-467). Bu düşünceye sahip ülke insanları kendi etnik veya kültürel grubunun ürettiği bir ürünün doğal olarak benzer ürünlerden üstün olduğu inancını taşımaktadır (Shimp ve Sharma, 1987). Shimp ve Sharma'ya (1987) göre, güçlü etnik merkezli inançlara sahip tüketicilerin, yabancı ürünleri bu tür inançlara sahip olmayanlardan daha olumsuz bir şekilde değerlendirme olasılıkları daha yüksektir. Sonuç olarak, yurtsever nedenlerden dolayı, yabancı tedarikçinin kalitesi üstün olsa bile yabancı ürün satın almaktan kaçınılmaktadırlar. Bu yaklaşım DYY'ın ülkeye girişinin önünde ciddi engel teşkil etmektedir (De Nisco vd., 2016: 59-68).

Ülkelerin coğrafi konumu, dağlık ya da engebeli araziye sahip olması, iklim şartları, ulaşım imkânları, bölgesel koşulları, doğal kaynakların varlığı, doğal kaynakları çıkarma imkânları ve bunları çıkarırken katlanılacak maliyetler DYY etkilemektedir. Hammadde kaynaklarına yakınlık maliyetleri azaltacaktır. Bu durum ürün satış fiyatlarının aşağı çekilmesini sağlayacaktır. Fiziksel unsurlardan iklim şartları özellikle tarım faaliyetlerinin yerine getirilmesinde önemlidir. Aynı zamanda sanayinin gelişmesine de katkı sağladığı görülmektedir. Enerji kaynağına yakınlık, işgücüne ulaşma kolaylığının olması ve mamulün dağıtımında alternatif dağıtım kanalları maliyet düşürücü etkiye sahip olduğu kabul edilmektedir (Taoka ve Beeman, 1991:209-214). Pazarlama yapılacak ülkelere veya bölgelere yakın olması, nakliye için ulaşım kolaylığı veya tam tersi durumlar DYY doğrudan ilgilendiren faktörlerdir. Tüm bu nedenlerle yatırımcıların yatırım yapılacak ülkeyi fiziksel unsurları açısından değerlendirmesi yatırımın başarılı olması için önemli olmaktadır. Arazinin engebeli dağlık bir yapıya sahip olması bu bölgelerde yaşayan insanların kent merkezlerine göç etmesine neden olmaktadır. Şirketlerin pazarlamasında olumlu etkisi olan bu durum ticaret merkezlerinin oluşmasını sağlamaktadır. Ülkeler arasında siyasi ve ekonomik işbirliklerinin oluşmasında da etkili olan bir unsur olarak görülmektedir. Buna örnek olarak Avrupa Birliği (AB) gösterilebilir. Avrupa Birliği (AB)'ne üye 28 ülke incelendiğinde birbirine coğrafi olarak ve kültürel olarak yakın ve benzerlik gösteren ülkelerin bir araya gelerek oluşturduğu siyasi ve ekonomik bir iş birliği olduğu görülmektedir.

DYY'leri etkileyen önemli faktörlerden biride ülkelerin yasalarıdır. Özellikle vergi ile ilgili uygulamalar ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Vergi oranları düşük olan ülkelerle ilgili risk veya siyasi ve ekonomik istikrarsızlık söz konusu değilse, yatırım için vergi oranı düşük ülkeler genellikle tercih edilmektedir. Diğer taraftan köken ülkede vergi oranları yüksek olduğunda yatırımların ulus ötesine kaydırıldığı görülmektedir (Candemir, 2009: 662). Ekonomik faktörler ve ekonomik faktörlerin yatırım stratejileri açısından alt başlıkları yer almaktadır. İşletmelerin pazarlama stratejileri neticesinde yeni pazarlara açılma ihtiyacı duyması, hammaddenin olduğu yerlere yakın yerlerin tercih edilmesi, Kalifiye insan gücünün varlığı, bölgesel kuruluşlara üyelikler DYY'ları etkileyen ekonomik faktörlerdir. Bir ülkenin uyguladığı yatırım teşvikleri, yaşam kalitesi, maliyetler de DYY'ı etkilemektedir. Yatırım yapılacak ülkenin pazarlanması, yatırımlara uygulanan teşvikler, rüşvet, bürokratik etkinlik vb. maliyetler, yatırım sonrası hizmetler, yaşam kalitesi vb. sosyal etkenler ise yatırım

ortamına ilişkin faktörler arasında yer alır (Candemir, 2009: 662). İşletmelerin başarısında yatırımın yapıldığı ülkenin vatandaşları önemli rol oynamaktadır. Tüm bu faktörlerin yanı sıra, yatırım yapacak olan işletme o ülkedeki insanların olumlu veya olumsuz bakışlarından da etkilenir. Birçok işletme yatırım yapacağı ülkede insanların olumsuz bakışları neticesinde yatırımlarını çekmek zorunda kalmıştır.

1.3. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Yabancı bir şirketi diğer ülkelerde girişimde bulunmaya neyin yönlendirdiğini veya motive ettiğini bilmek önemlidir. Yabancı şirketin DYY'nin yurtdışındaki yatırım yapma nedenleriyle belirlediği dört ana sınıflandırma vardır: doğal kaynak arama, pazar arama, verimlilik arama ve stratejik varlık arama (Ching- Mu vd., 2010). Doğal kaynak arama güdüsü, ev sahibi ülkenin doğal kaynaklarının çıkarılmasına yatırım yapmakla ilgilenebilir. Doğal kaynak arama güdüsü, doğrudan yabancı yatırımları tarım ve imalat sektörlerine yönlendirme eğilimindedir (Doytch ve Eren, 2012). Alan yazında, orta ve yüksek gelirli gelişmekte olan ülkelerdeki kaynak arayışı nedenlerinin imalat sektöründe bulunma eğiliminde olduğu, düşük gelirli ülkelerde ise kaynak arayışının birincil kaynak sektörlerinde yoğunlaşma eğiliminde olduğu yer almaktadır (Amighini vd., 2013). Doğal kaynak arayışı esas olarak dünyadaki doğal kaynak fiyatlarının arbitrajı ile ilgilidir. Kaynak geliştirme ile ilgili beceri ve faaliyetlerin tetikleyicisi olabileceğinden ekonomik büyüme üzerinde büyük bir olumlu etkiye sahip olup olmadığı kesin değildir. Pazar arayışı nedeni, mal ve hizmetlerin yerel pazara dağıtılması için bir operasyon oluşturulması ile ilgilidir. Pazar büyüklüğü, demografik özellikler ve tüketici tercihleriyle ilgilidir (Ching-Mu vd., 2010). Piyasa arayışı güdülerinin yönlendirdiği yabancı yatırımcılar, ekonominin hizmetlerine, toptan ve perakende sektörlerine yatırım yapma eğilimindedir. Piyasa arayan DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde ancak yukarı yönlü yerel tedarikçilerle geriye doğru entegrasyonu kolaylaştırabildiği takdirde iyi bir etkiye sahip olacağı iddia edilmektedir.

Yabancı firmalar yerel pazarlar için dağıtım kanalı görevi görmekte ve bu sayede ürünlerin ayak izini arttırmaktadır. Ayrıca, yabancı firmalar, yerel firmaların uluslararası rekabet edebilmelerini kolaylaştırmak için yerel firmalardan yüksek kaliteli ürünler talep etmektedir. Verimlilik arayışının, ölçek ve kapsam ekonomilerinden faydalanarak operasyonel verimlilik seviyelerinin iyileştirilmesiyle ilgili olduğu açıklanmaktadır (Ching-Mu vd., 2010). Verimlilik arayışının, ölçek ve kapsam ekonomilerinin çok uluslu bir şirkete, pazarda önemli rekabet avantajları sağladığı imalat sektöründe olabileceğini öne sürülmektedir (Amighini vd.,2013). Verimlilik arayan DYY, yerel firmalara ve yabancı tedarik kaynaklarına erişimi, ev sahibi ülkelerin ekonomik yapısal katılıklarını iyileştirmeyi ve ev sahibi ülkenin karşılaştırmalı üstünlüklerini güçlendirmeyi içeren bir dizi faydaya sahiptir. Bu faktörlerin, ev sahibi ülkelerin ekonomik büyümesinde iyileşme konusunda büyük avantajları vardır. Bununla birlikte, yapılan bazı araştırmalarda, Afrika'daki gelişmekte olan bir ülke olan Nijerya'daki imalat sektöründeki DYY'nin ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediği görülmektedir (Inekwe, 2013; Imoudu, 2012).

Ching-Mu ve arkadaşları (2010)'nın yaptığı araştırmada ayrıca, stratejik varlık arayan güdünün, yabancı şirketin uzun vadeli rekabetçiliğini çeşitli yollarla geliştirmeye yönelik olduğu açıklanmıştır. Rekabet gücü, yerel pazarda baskın bir varlığa sahip olarak, rakiplerin girişine engel olmasının yanı sıra öğrenme etkilerini de gerçekleştirerek geliştirilebilir. Stratejik varlık arama yatırımı genellikle satın alınan firmanın, rekabet avantajlarını iyileştirme avantajına sahiptir. Ancak, iş yaratılmasına katkıda bulunmayacağı ve bu nedenle

stratejik varlık arayan yabancı firmaların yönlendirdiği ekonomik büyümenin sınırlı olduğu iddia edilmektedir. Amighini ve arkadaşları (2013) tarafından yapılan araştırma, gayri safi yurtiçi hasılaya yapılan araştırma ve geliştirme harcama düzeyi ile ölçülen stratejik varlık arama motivasyonunun, Çin imalat ve hizmet yatırımını OECD ülkelerine olumlu yönde ve önemli ölçüde etkilediğini ortaya koymaktadır. Her ne kadar bu araştırma da DYY sınıflamaları ayrı ayrı tartışılmış olsa da sınıflandırma sınırlarının net olmadığı görülmektedir.

DYY'nın milli gelir üzerinde etkilerine baktığımızda, ülke ekonomisine net katkısını hesaplamak için, yatırımın üretim değerinden, üretimde kullanılan girdilerin paylarının düşülmesiyle hesaplanmaktadır. Kalan tutar, ekonomiye sağlanan faydayı göstermektedir. DYY ülkenin üretimine katkısı dolayısıyla GSMH'nın artışına katkı sağlayabilir. Fakat yatırımın üretimde kullandığı girdilerin bazıları ithal ediliyor olabilir. Bu tutar ülkenin GSMH'sından düşülmektedir. Bunun yanı sıra yabancı yatırımcının elde ettiği gelirler üzerinden ödediği vergiler ise vergi gelirlerini artıran bir unsur olmaktadır (Çatıkkaş, 2000:6).

DYY yoluyla ülkeye giren yatırım sermayesi, sermaye hareketleri alanında yer alacak ve yatırımın yapıldığı ülkenin ödemeler dengesini olumlu etkileyecektir. Bununla birlikte yatırım, üretime geçtiğinde ürünlerin ihracı ve ithal ikamesi de ödemeler dengesinde olumlu olarak yer alacaktır (Eren, 1995: 16). Ancak, tersi bir durumda ithal girdi maliyetleri artacak ve ödemeler dengesine etkisi olumsuz olacaktır. Yabancı yatırımcının, kendi ülkesine yapacağı kar transferleri ise ödemeler dengesini olumsuz etkileyecektir (Güneş, 2006: 44).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelerin yatırım yapması, istihdamı artırmaktadır. İşsizliğin azaltılmasında, yeni iş alanlarının ortaya çıkmasında yabancı yatırımlar fırsat sunmaktadır (Eren, 1995: 14). Göçer ve Peker tarafından yapılan bir 1980-2011 verilerini içeren çalışmanın analiz bulguları, DYY'larda uzun dönemde meydana gelen %10 artışın, Türkiye'de istihdamı %0,3 azalttığını, bununla birlikte Çin'de %0,3 ve Hindistan'da %0,2 arttırdığını göstermektedir (Göçer ve Peker, 2014: 107-123).

DYY'nın Türkiye'de işsizlik üzerindeki etkisini inceleyen bir başka çalışmada ise kısa dönemde DYY ve işsizlik arasında anlamlı bir ilişki bulunmazken, uzun dönemde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu çalışmaya göre, Türkiye'de uzun dönemde DYY artışı işsizliği azaltmaktadır (Erçakar ve Güvenoğlu, 2018: 350).

DYY' nin istihdam üzerinde doğrudan ve dolaylı olmak üzere, her iki durum için de hem nitelik hem nicelik hem de konumu açısından, olumlu ve olumsuz etkilerinden bahsedilebilmektedir. Doğrudan etkiler olarak DYY'ın, net sermaye kazandırması ve yeni işler yaratması, daha yüksek ücret vermesi ve yüksek işsizliğin görüldüğü bölgelerde yeni ve daha iyi işler yaratması olumlu etkiler olarak değerlendirilmektedir. Diğer taraftan, şirket satın almaların rasyonelleşme ve iş kaybına neden olabilmesi, kiralama ve tanıtımda istenmeyen uygulamalar getirmesi ve bölgesel dengesizlikleri artırabilmesi açısından olumsuz etkiler yaratacağı değerlendirilmektedir. Dolaylı etkiler olarak DYY'nın, ekonomide çarpan etkisiyle ülkede ek istihdam oluşturması, yerli firmaların yeni çalışma ve örgütlenme biçimlerine katkı sağlaması, tedarikçi firmaları işgücü arzının daha yoğun olduğu uygun alanlara taşınmaya teşvik etmesi, olumlu etkiler olarak değerlendirilmektedir. Ancak, ithalata dayanmak yoluyla iş kaybına sebep olması, yerli firmaların ücret seviyesini aşındırması, yabancı firmaların yerel üretimi ikame etmesi durumları DYY'nın dolaylı olumsuz etkileri olarak literatürde değerlendirilmiştir (Karagöz, K. 2007).

DDY'ler yatırımın yapıldığı ülkeye, ileri üretim teknolojilerinin gelmesini sağlamaktadır. Yatırımlarla beraber sadece sermaye girişi değil aynı zamanda bilgi ve teknoloji birikimi de yatırımın yapıldığı ülkeye gelmektedir (Efe, 2002: 25). Yatırım yapılan ülkeye teknik yardım programlarının hazırlanması, lisans anlaşmalarının yapılması, eleman değişimi vb. yollarla teknoloji transferi gerçekleştirilmektedir.

DYY'lar gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açığını kapatma noktasında önemli bir işlev üstlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik büyüme sürecinde en önemli ekonomik sorunları arasında, tasarruf eksikliğine bağlı olarak, yeterli sermaye birikiminin olmaması yer almaktadır. Sermaye stokuna ilave anlamına gelen yatırımlar, ekonominin talep ve arz yönünü önemli derecede etkilemektedir. Yatırımlar, arz ve talep üzerindeki etkileri nedeniyle ülke ekonomisine önemli katkılar sağlamaktadır (Düzgün, 2009).

DYY'lar, gelişmekte olan ülkelerde kurulan fabrika, alt yapı, tesis vb. yollarla üretim kapasitesine doğrudan katkı sağlamaktadır. Hem ülkeye getirilen sermaye ile hem de elde edilen karların yeniden yatırıma dönüştürülmesi ile ev sahibi ülkenin tasarruflarını artırıcı etki sağlamaktadır. DYY'lar, yerli yatırımın az olduğu sektörlerde yapıldığında, sektörde oluşacak rekabet, yerli firmaları olumlu etkileyecektir (Bilgili vd. 2007: 130-131).

DYY ile dış ticaret arasındaki ilişkiyi inceleyen teorik çalışmalar şu şekilde açıklanmaktadır (Çeştepe vd., 2013: 7); İkame ilişkisi; Mundell (1957) ve Markusen Jr. (1995)'e göre, DYY ülkeler arasında yatay olarak dağılmaktadır. Ticari marka, ileri teknoloji ve yeni ürün sahibi olan uluslararası şirketler, ihracat yerine uluslararası üretimi tercih edeceklerdir.

Tamamlayıcılık ilişkisi; Hummels ve arkadaşlarına göre, DYY ülkeler arasında dikey üretim zinciri oluşturacak şekilde dağılmaktadır. Bir ürünün üretim aşamaları birden fazla ülkede gerçekleşmektedir. Bu nedenle ülkeler arasında dikey entegrasyon yapısı oluşmakta ve ticaret de dikey ticaret şeklinde gerçekleşmektedir (Hummels vd., 2001:76).

Çokuluslu şirketler, DYY'ı pazarlarını genişletmek amacıyla yapıyorlarsa genelde ürünü üretilen yerde satmayı tercih ederler. DYY maliyetleri azaltmak amacıyla yapılıyorsa maliyetlerin düşük olduğu ülkelerde üretip dünyaya satmayı tercih ederler. Uygulamada şirketler pazar genişletmeyi amaçlayan ve maliyetleri düşürmeyi amaçlayanlar olarak net çizgilerle birbirinden ayrılmaz (Baldwin ve Okubo, 2012: 4).

1.4. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ile ilgili Yasal Düzenlemeler:

Türkiye'de DYY'nin tarihsel gelişimi incelendiğinde, bazı nedenlerle DYY için uygun ortamın oluşmadığı görülmektedir. Bu nedenler aşağıda yer almaktadır (Eren, 2006: 205). Nedenlerine baktığımızda bunları, 1980'lere kadar içe yönelik sanayileşme stratejisinin benimsenmesi, 18 Ocak 1954'te yürürlüğe giren 6224 sayılı yabancı sermayeyi teşvik amacıyla çıkarılan kanunun yetersizliği, siyasi ve hukuki sebepler, olarak sıralayabiliriz.

DYY'ı özendirmek için, 1980 sonrası dönemde birçok düzenlemenin yapıldığı görülmektedir. 17 Haziran 2003'de yürürlüğe giren 4875 sayılı "Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu" yapılan bu düzenlemelerden en önemlisidir. Bu kanun ile (Lebe ve Ersungur, 2011: 323; Öztürk, 2019: 72); DYY'ın gerçekleştirilmesinde izin ve onay sistemi kaldırılmıştır ve bilgilendirme sistemine geçilmiştir. Yabancı yatırımlarla ilgili yatırım ortamı iyileştirilmiş ve bürokrasi sorunları önemli düzeyde giderilmiştir. Yerli ve yabancı yatırımcı arasındaki farkları ortaya koyan tüm maddeler yürürlükten kaldırmıştır. Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nda yabancı yatırımcının Türkiye'de bir girişimde bulunabilmesi belirli koşullara

bağlıyken, yeni yasal düzenlemede bu kısıtlamalar büyük çoğunlukla kaldırılmıştır. Ayrıca, şirket kuruluşu, ortaklığa katılma ve şube açma durumlarında 50.000 dolar asgari yabancı sermaye getirme uygulamasına da son verilmiştir.

Söz konusu Kanun, DYY'nin gerçekleştirilmesinde izin ve onay sisteminin bilgilendirme sistemine dönüştürülmesine ve tespit edilecek politikalar yoluyla DYY'nin artırılmasına ilişkin esasların düzenlendiği son yasa konumuna ulaşmıştır. Diğer taraftan, 21.06.2006 tarihli ve 5523 sayılı Kanun ile Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı kurulmuştur. Yatırım Ajansı, Türkiye'nin sunduğu yatırım fırsatlarını küresel iş dünyasına tanıtmaya ve yatırımcılara Türkiye'ye yapacakları yatırımın her aşamasında destek verme görevini üstlenmiş tek resmi kuruluş olarak faaliyet göstermektedir. Ajansın görevi, Türkiye'nin ekonomik kalkınması amacıyla ihtiyaç duyulan yatırımları teşvik etmektir.

DYY beş yıllık kalkınma planlarında da önemli yer tutmuştur. Özellikle dokuzuncu ve onuncu kalkınma planları bu konuda önemlidir. Planlarda, özendirici ve verimlilik artışı destekleyici DYY politikalarının uygulanması hedeflenmiştir ve yabancı yatırımlar hususunda liberal politikaların uygulanmasına devam edilmiştir.

Onuncu Kalkınma Planında diğer planlardan farklı olarak; Öncelikli Dönüşüm Programları adıyla 25 adet özel uygulama programı yer almaktadır. Bu programların hazırlanma amacı, planın uygulanabilirliğini ve kalkınma çabalarının etkinliğini artırmaktır. İş ve Yatırım Ortamının Geliştirilmesi Programı, bu programlar arasında yer almaktadır. Bu programla iş ve yatırım ortamının öncelikli sorunlarına odaklanılarak yatırımcının karşılaştığı belirsizliklerin giderilmesi ve sorunların hızla çözülmesi, bunun için mevcut mekanizmaların iyileştirilerek yatırımların artırılması amaçlanmaktadır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Ekonomik büyüme ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ilgili literatür incelendiğinde, günümüze kadar yapılmış olan çalışmaların konuyu makro ölçekte derinlemesine incelemiş oldukları gözlemlenmiştir. Öte yandan bir ülke ekonomisinin elde ettiği yabancı sermaye yatırımlarının mikro düzeyde şirketleri ne şekilde etkilediğine yönelik araştırmalar oldukça az sayıdadır.

Venezuela'da faaliyet gösteren 4000 adet üretim firmasını ele alan ve 1976-1989 yılları arasındaki dönemi kapsayan çalışmalarında Aitken ve Harrison (1999), doğrudan yabancı sermaye girişlerinin çalışan sayısı 50'den az olan firmalarda verimlilik artışına sebep olduğunu fakat mülkiyeti tamamen yerli girişimcilerin elinde olan firmaların ise bu durumdan negatif yönde etkilendiğini saptamışlardır.

Konings (2000), gelişmekte olan ekonomilere örnek olarak belirlediği Bulgaristan, Romanya ve Polonya'da doğrudan yabancı yatırım girişlerinin firma performansı üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmasının bulgularına göre, Bulgaristan ve Romanya'daki yabancı ve yerli firmalar arasında doğrudan yabancı yatırım girişlerine gösterilen tepkiler arasında bir fark bulunmamaktadır. Konings ayrıca, doğrudan yabancı yatırımların yerel firmaları teknolojik açıdan gelişime ittiğini, yaşanan rekabette etkinlik düzeyi düşük firmaların pazar paylarını kaybettiğini vurgulamıştır.

Smarzynska Javorcik (2004), Litvanya'da faaliyet gösteren firmaların doğrudan yabancı yatırımlar ve üretkenlikleri arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmasında, doğrudan yabancı yatırım girişlerinin üretim çıktılarını 15 kat artırdığı sonucuna ulaşmıştır.

3. UYGULAMA

3.1. Çalışmanın Veri Seti ve Metodu

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'nin çeyreklik dönemler itibarı ile aldığı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, halka açık firmaların performansı üzerine bir etkisinin olup olmadığını saptamaktır. Çalışmanın amacı doğrultusunda oluşturulan hipotezler, araştırmanın modeli ve analiz yöntemi aşağıda açıklanmaktadır.

Çalışmanın amacı doğrultusunda kurulan modelde bağımlı değişken olarak firmaların performansına yer verilmiştir. Firma performansı ile yapılan çalışmalar incelendiğinde üç farklı performans kriterinin test edilmesi uygun görülmüştür. Vafaei vd. (2015) muhasebe temelli, piyasa temelli ve nakit temelli ölçütlerin performans göstergesi olarak kullanılabileceğini öne sürmüşlerdir. Muhasebe temelli ölçütler olan Aktif Karlılığı (ROA) işletmenin geçmiş performansına dayalı ölçütlerdir. Aktif karlılığı, firmanın yapmış olduğu yatırımlardan ne ölçüde kâr ettiğini göstermektedir. Piyasa temelli bir ölçüt olan piyasa değeri defter değeri oranı (MBV) işletmenin piyasa performansının bir ölçütü olarak kabul edilirken, firmanın piyasada defter değerine kıyasla ne kadar fazla ya da az değer bulması olarak ifade edilebilir. Finansal performansın bir diğer ölçütü olarak kullanılan nakit akışı (CF), aktif ve özsermaye karlılıklarından farklı olarak muhasebenin tahakkuk esasına göre değil, nakit esasına göre firma performansını göstermektedir (Givoly & Hayn, 2000).

Türkiye'nin dönemler itibarı ile aldığı doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DFI) modele bağımsız değişken olarak dahil edilirken, bunun yanı sıra firma performansı üzerinde etki sahibi olduğu düşünülen GSYH (GDP), firma büyüklüğü (LnTA), firmanın kaldıraç düzeyi (LEV), firmanın satışlarının büyüme hızı (SG) de modele kontrol değişken olarak dahil edilmiştir.

Araştırma amacı doğrultusunda geliştirilen hipotezler aşağıdaki gibidir.

H1: DYY girişleri, aktif karlılığı pozitif yönde etkiler.

H2: DYY girişleri, PD/DD oranını pozitif yönde etkiler.

H3: DYY girişleri, nakit akışını pozitif yönde etkiler.

2008 – 2018 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde BİST 100 Endeksi'nde faaliyet göstermiş olan firmaların verileri 3 farklı model kurularak, panel veri regresyon analiz yöntemi ile test edilmiştir. Analiz sonuçlarının yanlı çıkmaması açısından gözlemlerin sahip olduğu genel trendden dikkat çekici bir şekilde farklılık gösteren gözlemler olarak tanımlanan uç değerlerin (outliers) olup olmadığı incelenmiştir. Modelin yanlı çıkmasına neden olabilecek uç değere sahip firmaların yanı sıra holding firmaları ile finans sektöründe yer alan firmalar kapsam dışı bırakılmıştır. Analiz kapsamında örneklemde yer alan 54 firmaya ait veriler, FİNNET Elektronik Yayıncılık Data İletişim San. Tic. Ltd. Şirketi'nin finansal veri tabanından, DYY ve GSMH verileri ise TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden (EVDS) elde edilmiştir. Analiz kapsamındaki firmalara ait tanımlayıcı istatistikler aşağıda Tablo 1'de özetlenmiştir.

Çalışmanın analiz yöntemi olarak panel veri regresyon modeli kullanılmıştır. Panel veri regresyon modeli, hem kesitsel hem de zamansal etkileri tahminlere dahil etme imkanı vermektedir. Yıldız ve arkadaşları (2009), panel veri analizinin hem yatay kesit verilerinin hem de zaman boyutunun dikkate alınması nedeni ile daha çok verinin analiz edilmesine olanak sağladığını, bunun da serbestlik derecesini arttıracığı için ekonometrik tahminlerin daha etkin olacağını ileri sürmüşlerdir.

Çalışmanın amacı doğrultusunda 2010 – 2015 dönemine ilişkin veriler 3 farklı performans kriteri bağımlı değişken ile 3 ayrı model kurulmuş ve tüm testler Stata 14 Paket Programı yardımı ile gerçekleştirilmiştir. Modellerin ekonometrik ifadeleri şu şekildedir.

$$\text{Model 1: } ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_2 GDP_t + \beta_3 FDI_t + \beta_4 LnS_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t}$$

$$\text{Model 2: } BMV_{i,t} = \beta_0 + \beta_2 GDP_t + \beta_3 FDI_t + \beta_4 LnS_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t}$$

$$\text{Model 3: } CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_2 GDP_t + \beta_3 FDI_t + \beta_4 LnS_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t}$$

Panel veri regresyon analizinde yapılan katsayı tahmininde kullanılan 3 ana yöntem havuzlandırılmış (pooled) regresyon, rassal etkiler (random effect) modeli ve sabit etkiler (fixed effect) modelidir (Greene, 2012: 346). Veri setinin havuzlandırılmış regresyon modeline uygunluğu Breusch–Pagan testi ile araştırılmış ve uygun olmadığı saptanmıştır. Veri setinin rassal etkiler mi yoksa sabit etkiler mi modeline uygunluğunun test edilmesi için ise Hausman testi kullanılmıştır. Hausman testinde ki-kare değerinin olasılığı %5'ten küçük olup olmadığına bakılmaktadır. Ki-kare değerinin olasılığı %5'ten küçük ise sabit etkiler modelinin, büyük ise rassal etkiler modelinin kullanımı uygun olacaktır. Hausman test sonuçlarına göre 1 ve 3 numaralı modeller rassal etkiler modeline, 2 numaralı model ise sabit etkiler modeline uygun olduğu saptanmıştır.

Serilerin durağan olması, regresyon analizinin sonuçlarının güvenilir olması için önemlidir. Serilerin durağanlığının testi Levin-Lin-Chu (LLCt) testi ile ortak birim kök süreci, Im-Pesaran-Shin (IPSw) testi ile her bir birim için birim kök süreci ve genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testiyle serilerde birimlerden bağımsız olarak araştırılmıştır. Firma büyüklüğü bağımsız değişkeninin durağanlaştırılması amacı ile logaritması alınmıştır. Test sonuçlarına göre serilerin durağan oldukları saptanmıştır. Ayrıca bağımsız değişkenlerin tahmin gücünün zayıf olmaması için aralarında çoklu doğrusal bağlantı probleminin de olmaması gerekmektedir. Çoklu doğrusal bağlantı sorunu VIF (varyans Inflation Factors) incelenerek araştırılmış, problemin olmadığı saptanmıştır. Tahmin edilen panel veri regresyon modelinin sonuçlarının güvenilirliği için modelin varsayımlarının sağlanıp sağlanmadığının da test edilmelidir. Bu kapsamda, öncelikle modelin hata terimleri arasında otokorelasyon olup olmadığı Woolridge (2002) testi ile araştırılmış ve hata terimleri arasında otokorelasyon problemi olmadığı saptanmıştır. Son olarak yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyanslılık (heteroskedasticity) gösterip göstermediği Değiştirilmiş Wald testi ile araştırılmıştır. Değiştirilmiş Wald testi sonucunda yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyansa sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Farklı performans kriterlerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı üç ayrı modele ait panel veri regresyon analiz sonuçları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 1. Panel Veri Regresyon Analizi Sonuçları

| | Model 1: ROA | | Model 2: MBV | | Model 3: CF | |
|-------------|--------------|---------|--------------------------------|--------|-------------|--------|
| | Katsayı | z İst. | Katsayı | t İst. | Katsayı | z İst. |
| GDP | 0.0595 | 2.30** | 0.0238 | 4.24* | 0.0003 | 1.19 |
| FDI | 0.0355 | 1.79*** | -0.0238 | -5.52* | 0.0008 | 3.52* |
| LnTA | 1.1738 | 5.62* | 0.1581 | 2.64* | 0.0109 | 4.49* |
| LEV | -12.577 | -7.40* | 3.6361 | 8.85* | -0.0545 | -2.76* |
| SG | 5.1651 | -4.68* | Stata Tarafından Çıkarılmıştır | | 0.0486 | 2.80* |

*, ** ve *** ifadeleri sırasıyla, bağımsız değişkenin %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlı olduğunu belirtmektedir.

Model 1, firma performansını muhasebesel olarak ele almış ve aktif karlılığı (ROA) bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Buna göre ROA ile firma büyüklüğünün logaritması (LnTA) ve satışların büyüme hızı (SG) arasında %1 anlamlılık derecesinde anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki saptanmışken, GSMH %5, ülkeye giren yabancı sermaye yatırımları (FDI) %10 anlamlılık derecesinde pozitif yönlü bir etki sahibidir. Öte yandan firma kaldıraçının ise (ROA) üzerinde %1 anlamlılık derecesinde negatif yönlü bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Buna göre muhasebesel bir performans ölçütü olarak kullanılan aktif karlılığının doğrudan yabancı sermaye girişlerinin yanı sıra, GSYH'dan ve firma büyüklüğünden pozitif yönde etkilenirken, firmanın borçluluğunun göstergesi olan kaldıraç düzeyinden ve satışların büyümesinden negatif yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Piyasa performans ölçütü olarak kullanılan piyasa değeri, defter değeri oranının ise %10 anlamlılık derecesinde doğrudan yabancı yatırım girişlerinden negatif yönde, GSYH, firma büyüklüğü ve kaldıraçtan ise pozitif yönde etkilendiği saptanmıştır. Analizin yapıldığı Stata Paket Programı, modelden satışların büyüme oranını çıkartmıştır. Nakit bazlı performans ölçütü olarak kullanılan nakit akışının %10 anlamlılık seviyesinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları, firma büyüklüğü ve satışların büyümesinden pozitif yönde ve anlamlı, kaldıraç oranından ise negatif yönde etkilendiği saptanmıştır.

Analiz sonuçları doğrudan yabancı yatırımların muhasebesel ve nakit bazlı performans ölçütleri olan aktif karlılığı ve nakit akışı üzerinde pozitif yönlü bir etkinin olduğunu göstermektedir. Bu durum, DDY'nin olumlu etkisinin Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan şirketlerinin finansal performansına olumlu olarak etki ettiğini göstermiştir. Buna karşın doğrudan yabancı yatırımlar ile firmaların PDDD oranı arasında negatif yönlü bir ilişki çıkmıştır. Doğrudan yabancı yatırımların iki performans ölçütünü pozitif yönde etkilerken piyasa bazlı performans ölçüsü olan PDDD oranını negatif yönde etkilemesi çelişkili gibi gözükse de bu durum kaynağı PDDD oranının, firmanın hisselerine olan talep ile ilişkili olmasından kaynaklandığı düşünülebilir. PDDD oranı, firmanın piyasada arz ve talebe göre oluşmuş hisse fiyatının, defter değerine oranlanması ile hesaplanmaktadır. Diğer bir ifade ile yatırımcının firma hissesine ne kadar değer atfettiğini gösteren bu oran, DYY'ların etkisinden ilgili dönem itibarı ile negatif yönde etkilenmiş gibi gözükse de gecikmeli etkiler test edilerek aradaki ilişki yeniden değerlendirilebilir.

4. SONUÇ

Sermaye akımları içerisinde en önemli ve en büyük akım kalemlerinden biri olan yabancı sermaye yatırımları, her ülke için çok önemli bir yere sahiptir. Finansal yapıların bu önemli aktörü zaman zaman dalgalanmalar gösterse de ülkelerin yabancı sermayeye ev sahipliği yapmaları ekonomileri açısından çok önemli bir gelişme olarak görülmektedir. Özellikle doğrudan sermaye yatırımları direk olarak ekonomiye sermaye sağlaması, teknoloji transferi, rekabete neden olması sebebiyle ekonomik büyüme üzerine olumlu etkide bulunmaktadır.

1980 yılından sonra ülkemiz açısından bakıldığında, finansal serbestleşme ile doğrudan ve dolaylı sermaye hareketliliğinin ekonomideki önemi artmıştır. 1980'lerden itibaren yüksek ekonomik büyüme gerçekleştirebilmek için doğrudan yabancı yatırım piyasasından daha fazla pay almak için bir çaba gösterilmiştir. Ekonomik bütçeden herhangi bir harcama yapmadan ekonomi için bir şırınga görevi gören doğrudan yabancı yatırımlar, dış tasarrufların ülkeye girişiyle ekonomiye büyük etkilerde bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar ayrıca, kamu yatırımları ve özel yatırımların yanında mevcut üretim kapasitesine doğrudan etki etmesi sebebiyle ekonomide daha büyük bir canlanmaya sebep olmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımları, gerek mevcut işletmelere yapılan plasman yatırımları gerekse yeni bir üretim tesisi şeklinde ekonomide yer alması piyasadaki şirketlerin ekonomik yapılarını doğrudan güçlendirmekte veya piyasada yaratacağı rekabet nedeniyle piyasa tabanının genişlemesine neden olacaktır. Bu araştırmada BIST 100 endeksinde faaliyette olan 54 firmaya ait Aktif Karlılığı, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ve Nakit Akışı gibi performans ölçütleri ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyüme, Firma Büyüklüğü, Firmaların Kaldıraç Düzeyi ve Satışlarının Büyüme oranı arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılmıştır. Analizde 2008-2018 yılları arasında üçer aylık veriler kullanılmıştır. Analiz sonucunda, araştırma kapsamına 2008-2018 yılları arasındaki ekonomik büyüme ve doğrudan yabancı yatırımların, BIST 100 endeksinde çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların Aktif Karlılığı ve Nakit Akışı ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif yönde bir ilişkinin bulunduğu saptanmıştır. Bu bağlamda ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımların olumlu etkisinin Borsa İstanbul şirketlerine yansıdığından söz edilebilir. Öte yandan firmaların Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar arasındaki ilişkinin tam ters yönde olduğu gözlemlenmiştir. Bu çelişkili durum, piyasada firmalara olan talepten kaynaklanıyor olabilir. Bu nedenle sonraki çalışmalarda söz konusu durum gecikmeli olarak tekrar irdelenebilir.

Çalışmanın analiz sonuçları ile hareket eden araştırmacılar, Doğrudan Yabancı Yatırımların firmalar üzerindeki gecikmeli etkilerinin yanı sıra ilişkiyi sektörel bazda ve örnekleme konu firmaları özsermaye yapısına göre yabancı ve yerli firmalar olarak ayırarak da araştırabilirler. Sektörel gruplama üretim firmaları gibi sermaye yoğun firmalar üzerinde DYY'ın etkisini gösterirken, özsermaye yapısına göre yapılacak bir ayırım, DYY'dan yerli ve yabancı firmaların ne şekilde etkilendiğini gözler önüne serecektir.

KAYNAKÇA

- ADAMS, S. (2009). "Can Foreign Direct Investment (FDI) Help to Promote Growth in Africa?". *African Journal of Business Management*, 3(5): 178-183.
- AITKEN, B. J., & HARRISON, A. E. (1999). "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment?", *Evidence from Venezuela*. *American economic review*, 89(3): 605-618.
- AKSU, L . (2016). "Türkiye'de Beşeri Sermayenin Önemi: İktisadi Büyüme İle İlişkisi, Sosyal Ve Stratejik Analizi". *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*", 3 (2), 68-129. Retrieved from <http://dergipark.gov.tr/iuipad/issue/22315/239248>
- AMIGHINI, A., RABELLOTTI, R., & SANFILIPPO, M. (2013). "China's Outward FDI: An Industry-level Analysis of Host-country Determinants." *Frontiers of Economics in China*, 8(3): 309-336.
- BALDWIN, R., & OKUBO, T. (2012). "New-paradigm Globalisation and Networked FDI: Evidence from Japan.", <http://www.voxeu.org/>, 15.06.2019.
- BALL, D. A., McCULLOCH, W. H., FRANTZ, P., GERINGER, M., & MINOR, M. (1999). *International Business: The Challenge of Global Competition*. McGraw-Hill, New York.

- BİLGİLİ, F., DÜZGÜN, R., & UĞURLU, E. (2007). "Büyüme, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Yurt İçi Yatırımlar Arasındaki Etkileşim.", *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(2): 127-152.
- CANDEMİR, A. (2009). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.", *Ege Academic Review*, 9(2): 659-675.
- CHEN, C. M., MELACHROINOS, K. A., & CHANG, K. T. (2010). "FDI and Local Economic Development: The Case of Taiwanese Investment in Kunshan.", *European Planning Studies*, 18(2): 213-238.
- ÇEŞTEPE, H., YILDIRIM, E., & BAYAR, M. (2013). "Doğrudan Yabancı Yatırım, Ekonomik Büyüme ve Dış Ticaret: Toda-Yamamoto Yaklaşımıyla Türkiye'den Nedensellik Kanıtlar.", *Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(27): 1-37.
- DeNISCO, A. (2016). "Gifted ELL students often overlooked.", *District Administration*, 52(7): 14.
- DOYTCH, N., & EREN, M. (2012). "Institutional Determinants of Sectoral FDI in Eastern European and Central Asian Countries: The Role of Investment Climate and Democracy.", *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(4): 14-32.
- DÜZGÜN, R. (2009), "Türkiye'de Özel Tasarrufun Belirleyicileri", *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*, 32: 173-189.
- EFE, B. (2002). *Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi: "İzmir örneği"*. İzmir Ticaret Odası, İzmir.
- ERÇAKAR, M. E., & GÜVENOĞLU, H. (2018). "Türkiye'de Gelir Dağılımı Ve Sosyal Koruma Harcamalarına Bir Bakış.", *Sosyal Bilimler Metinleri*, 01: 38-53.
- EREN, E. (1995). *Yönetim Psikolojisi*, 3. Baskı, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yayınları, İstanbul.
- FERNÁNDEZ-ARIAS, E., & HAUSMANN, R. (2001). "Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?.", *Emerging Markets Review*, 2(1): 34-49.
- GÖÇER, İ., & PEKER, O. (2014). "Yabancı Doğrudan Yatırımların İstihdam Üzerindeki Etkisi: Türkiye, Çin Ve Hindistan Örneğinde Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünlük Analizi.", *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(1): 107-123.
- GIVOLY, D., & HAYN, C. (2000). "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?.". *Journal of Accounting and Economics*, 29(3): 287-320.
- GÜNEŞ, C. (2006). "Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisine Etkileri.", *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Kafkas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kars.
- HUMMELS, D., ISHII, J. ve Yi, K. (2001) "The Nature and Growth of Vertical Specialization in World Trade", *Journal of International Economics*, (54):75-96.

- IMOUDU, E. C. (2012). "The Impact of Foreign Direct Investment on Nigeria's Economic Growth; 1980-2009: Evidence from the Johansen's Cointegration Approach.", *International Journal of Business and Social Science*, 3(6): 122-134.
- INEKWE, J. N. (2013). "FDI, Employment And Economic Growth in Nigeria.", *African Development Review*, 25(4): 421-433.
- KARAGÖZ, K. (2007). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: 1970-2005.", *Journal of Yasar University*, 2(8): 927-948.
- KAYNAK, E., & KARA, A. (1998). "Consumer Ethnocentrism and Lifestyle Orientations in an Emerging Market Economy.", *MIR: Management International Review*, 53-72.
- KENNEDY, T. F., BARDY, R., & RUBENS, A. (2012). "Economic Growth and Welfare: How Foreign Direct Investment Contributes to Improving Social Order in Less Developed Countries.", *Journal of Organisational Transformation & Social Change*, 9(2): 185-205.
- KONINGS, J., (2000). "The Effects of Foreign Direct Investment on Domestic Firms: Evidence From Firm Level Panel Data in Emerging Economies." CEPR Discussion Paper No. 2586.
- KOSE, M. A., PRASAD, E., ROGOFF, K., & WEI, S. J. (2010). "Financial Globalization and Economic Policies", *Handbook of Development Economics*, v.5: 283-4359.
- LEBE, F., & ERSUNGUR, Ş. M. (2011). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi.", *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 25(10): 321-339.
- LEVCHENKO, A. A., & MAURO, P. (2007). "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect Against "Sudden Stops"?.", *The World Bank Economic Review*, 21(3): 389-411.
- LIU, L. (1998). "Financial Development And Economic Growth (Order No. 9922614).", *ProQuest Dissertations & Theses Global*. (304423864), <https://search.proquest.com/docview/304423864?accountid=11054>, 23.05.2019.
- LUU, H. (2016). "Greenfield Investments, Cross-Border M&As, and Economic Growth in Emerging Countries.", *Economics and Business Letter*, 5(3): 87-94.
- MARKUSEN, J.R. (1995). "The Boundaries of Multinational Enterprises and The Theory of International Trade.", *The Journal of Economic Perspectives*, 9(2): 169-189.
- MUNDELL, R. A. (1957), "International Trade and Factor Mobility", *American Economic Review*, 47: 321-335.
- ÖZKAN-GÜNAY, E. N. (2011). "Determinants of FDI Inflows and Policy Implications: A Comparative Study for the Enlarged EU and Candidate Countries.", *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(4): 71-85.
- ÖZTÜRK, A. C. (2019). "Orta gelir tuzağına doğrudan yabancı yatırımların etkisi, Türkiye değerlendirmesi." *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- PARASIZ, M. İ. (2003). "Ekonomik Büyüme Teorileri: Dinamik Makro Ekonomiye Giriş, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- RAFF, H., RYAN, M., & STÄHLER, F. (2009). "The Choice of Market Entry Mode: Greenfield Investment, M&A and Joint Venture", *International Review of Economics & Finance*, 18(1): 3-10.
- RIENDA, L., CLAVER-CORTES, E., QUER, D., & ANDREU, R. (2018). "Greenfield Investments or Acquisitions? The Influence of Distance on Emerging-market Multinationals.", *Management Decision*. 57(5): 1223-1236.
- SEITZ, C. C., & ROOSEN, J. (2015). "Does Consumer Ethnocentrism Influence Product Knowledge?.", *Food Quality and Preference*, 43: 113-121.
- SHIMP, T. A., & SHARMA, S. (1987). "Consumer Ethnocentrism: Construction and Validation of the Cetscale.", *Journal of Marketing Research*, 24(3): 280-289.
- ŠMAIŽIENĖ, I., & VAITKIENĖ, R. (2014). "Consumer Ethnocentrism and Behavior in a Market of Dietary Supplements." *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 156: 463-467.
- SMARZYNSKA JAVORCIK, B. (2004). "Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages.", *American Economic Review*, 94(3): 605-627.
- SUMNER, W. G. (2006). *Folkways a Study of the Sociological Importance of Usages Manners Customs Mores and Morals*. Hesperides Press, Texas.
- TAOKA, G. M., & BEEMAN, D. R. (1991). *International Business: Environments, Institutions, and Operations*. HarperCollins College Div., New York.
- TELEK, C. (2013). "Kamu Harcamaları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Analizi (1998-2012)." *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gaziantep.
- ÜNSAL, E. M. (2007). *Makro İktisat*, İmaj Yayınevi, Ankara.
- VAFAEI, A., AHMED, K., & MATHER, P. (2015). "Board Diversity and Financial Performance in the Top 500 Australian Firms.", *Australian Accounting Review*, 25(4): 413-427.
- WOOLRIDGE, J. (2002). *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*. MIT Press, Massachusetts.