

ÜLKE RİSKİNİN, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ (1984- 2003 DÖNEMİ TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ)

*Dr. Mustafa Cem KIRANKABEŞ**

ÖZET

Yabancı yatırımcıların bir ülke için yatırım kararı alırken, dikkat ettikleri birçok değerlendirme kriteri vardır. Bunların başında ülke riski gelmektedir. Ülke riski, ekonomik, politik ve finansal koşullardan kaynaklanan bütün olumsuzlukları kapsamaktadır.

Bu çalışmanın amacı; ülkemiz için önemli sorun oluşturan sermaye yetersizliği konusuna çözüm olabilecek doğrudan yabancı yatırımların, ülke riski faktörlerinden hangisi veya hangilerinden ne düzeyde etkilendiğini tespit etmektir. Çalışmada ülkemiz için ülke riskinin doğrudan yabancı yatırımlara etkisini 1984 ile 2003 yılları arasında değerlendirmeye çalışılmıştır.

ABSTRACT

While the foreign investors making a decision for an investment for a country, there are a lot of evaluation criteria that they take into consideration. The leading criterion among these is the country risk. Country risk includes all the negative aspects due to the economic, political, and financial conditions.

The purpose of this paper is to determine at which level investments directly through foreign investments, which would be potential solution for the shortage of capital, that constitutes an important problem for our country, will be influenced by which one of the country risk factor or factors. In this

* Afyonkarahisar Merkez Gazi Endüstri Meslek Lisesi Bilgisayar Bölümü

paper, the effects of the country risk to the direct foreign investments have been tried to be evaluated for the years between 1984 and 2003.

GİRİŞ

Yıllarca süren kronik enflasyon, son yıllarda iki önemli finansal kriz yaşayan Türkiye ekonomisinin, içinde bulunduğu problem; son yıllarda yeterli büyüklükte yatırım yapılmamış olmasının yanı sıra, önümüzdeki dönemde de yatırım yapılamama riskidir.

Yatırım kararı açısından önemli bir kriter olan ülke riski, ülkelerin gelir durumu, uluslararası rezervleri, politik, ekonomik ve sosyal istikrarı gibi, uluslararası sermaye akımına etki eden faktörler ile yakından ilgili bir kavramdır. Ülke riski uluslararası yatırımlara yönelik potansiyel sonuçlar doğurabilecek ekonomik, politik ve sosyal koşullardan kaynaklanan bütün riskleri kapsamaktadır.

Çalışmamızda yapılacak regresyon analizi sonuçlarına göre ülkemizin niçin yeterli düzeyde doğrudan yabancı yatırım çekemediğinin nedenleri ortaya konulmaya çalışılacak ve daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekebilmek için gelecekte nelerin yapılabileceğine ilişkin öneriler sunulmaya çalışılacaktır.

I. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM

Yabancı yatırım, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Bir ülke borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya bir kaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar, doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanmaktadır.¹

Bugün çeşitli ülkeler arasında geliştirilen iktisadi ilişkilerin temel özelliklerinden bir kısmı, İngiltere'de başlayıp Batı Avrupa ülkelerinde gelişen sanayi devrimi sırasında ortaya çıkmıştır. 18'inci yüzyılın ilk

¹ D.P.T., "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu", Ankara, Mayıs 2000, *ÖİK: 532, DPT: 2514*, s.56-58

yarisında İngiltere'nin, ihtiyaç duyduğu hammadde, madenler ve petrolün çıkarılması için sömürgelerde yaptığı yatırımlar, yabancı sermaye yatırımlarının başlangıcını teşkil etmiştir.

19'uncu yüzyıla kadar yabancı sermaye olarak Batı Avrupa sermayesinden söz edilirken, 1914 yılından sonra A.B.D. devreye girmiştir. Birinci Dünya Savaşını izleyen yıllarda A.B.D. yabancı sermaye yatırımlarında ön sırayı almıştır. Ancak 1929-33 Dünya Ekonomik Krizi yabancı sermaye yatırımları için yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. Daha önce yabancı sermaye yatırımı yapan ülkeler bu yatırımlarını tasfiye etmeye yönelmişlerdir.

İkinci Dünya Savaşının patlak vermesiyle yabancı sermaye yatırımlarında yeni bir döneme girilmiştir. İkinci Dünya Savaşından önceki yıllarda yabancı sermaye yatırımları daha çok portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir.

Savaştan sonraki dönemde ise doğrudan yatırım şeklindeki yabancı özel sermaye yatırımları daha çok önem kazanmaya başlamıştır. Şüphesiz bu gelişmede, 1950'li yıllardan sonra dünya ekonomisinde giderek önemli bir güç teşkil etmeye başlayan çokuluslu şirketlerin rolü büyük olmuştur.²

İkinci Dünya Savaşından sonra gelişmekte olan ülkelerin kalkınma çabaları artmıştır. Gelişmekte olan ülkeler, sadece asgari düzenlemeler değil, vergi indirimleri ve sübvansiyonlar gibi özel teşviklerle dış yatırımlar için uygun ortam sağlamaya çalışmışlardır.

Sanayi devrimini gerçekleştiren İngiltere'nin sömürgelerindeki yatırımları ile başlayan, A.B.D.'nin Birinci Dünya Savaşı sonrasında devreye girmesiyle artan yabancı sermaye, bugün dünyanın her tarafında yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Doğal olarak her ülke yabancı sermaye yatırımlarında aynı oranda pay alamamaktadır. Yabancı sermaye yatırımcılarının diğer ülkelerde yatırım yaparken göz önüne aldıkları çeşitli faktörler bulunmaktadır. Bu faktörler, uluslar ötesi bir nitelik kazanmış olan yabancı sermaye yatırımlarının yönünü belirlemektedir.

² Rıdvan KARLUK, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", İstanbul, *I.T.O. Ekonomik Yayınlar Dizisi*, 1983, No: 13, s.2

II. TÜRKİYE'YE AİT DOĞUDAN YABANCI YATIRIM VERİLERİ

Doğrudan yabancı yatırımları değerlendiren Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü'nün (UNCTAD) 2004 Dünya Yatırım Raporunda, ülkemize ait veriler ve değerlendirmeler şu şekilde yer almaktadır.

Bu rapora göre Türkiye ekonomisi içinde yer alan çok uluslu ana şirket sayısı 682 adet, çok uluslu şirket iştiraklerin sayısı ise 7,435 adettir.

Yine Dünya üzerinde 140 ülkeyi kapsayan değerlendirmeye göre toplam Dünya doğrudan yabancı yatırım stokunun %0.278'i Türkiye'de bulunmaktadır. Aynı tabloda bulunan ülke riski değerlerine göre Türkiye'nin ülke riski 100 üzerinden 59,8'dir.

Bu raporda değerlendirilen başka bir kriter olan Ev Sahibi Ülke Bankacılık Sistemi İçinde Çoğunluk Hisseye Sahip Yabancı Banka İştiraklerinin Yüzde Değeri 2001 yılı için Türkiye açısından %3.5'dir. Bu oran doğrudan yabancı yatırımları çekme konusunda başarılı ülkelerle kıyaslandığında çok düşüktür. Örneğin Yeni Zelanda için %99,1, Çek Cumhuriyeti için %90, Bulgaristan için %74,6, İngiltere için %46, A.B.D için %20,2'dir.

Raporda 2003 yılı için Türkiye'ye yapılan Doğrudan Yabancı Yatırımların GSMH'ya oranı %7,6, Türkiye'den dışarı doğru yapılan Doğrudan Yabancı Yatırımların GSMH'ya oranı %2,3'tür. Bu oran gelişmiş ülkeler için içeri doğru %20,7 ve dışarı doğru %26,4 şeklinde gerçekleşmiştir.

Raporda 140 ülke içinde ülkemizin Doğrudan Yabancı Yatırım çekme performansı 72'inci sırada değerlendirilmesine rağmen, ülkemiz gerçekleşen değerlere göre 110'uncu sırada yer almaktadır.³

³ WORD INVESTMENT REPORT 2004, *The Shift Towards Services*, http://www.unctad.org/en/docs/wir2004_fas_en.pdf (12.06.2004)

III. ÜLKE RİSKİ

Risk, "istenmeyen bazı olayların meydana gelme olasılığı" olarak tanımlanır. Ülke Riski "bir ülkenin belirli ölçüde kendi etkinliğindeki olaylar neticesiyle dış borç yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığı"dır.⁴

Ülke riski, yabancı bir ülkedeki ekonomik, sosyal ve politik gelişmelerden kaynaklanan çeşitli risklerin o ülkenin uluslararası sermaye akımına yansımalarıdır.⁵

Fakat genellikle ülke riski ile kastedilen, bu yansımanın olumsuz yönde olmasıdır. Bu açıdan ülke riski, ülkelerin gelir durumu, uluslararası rezervleri, politik, ekonomik istikrarı ve borç ödeme kapasitesi gibi, uluslararası sermaye akımına etki eden faktörler ile yakından ilgili bir kavramdır ve uluslararası yatırımlara yönelik potansiyel sonuçlar doğurabilecek ekonomik, politik ve sosyal koşullardan kaynaklanan bütün riskleri kapsamaktadır.⁶

Ülke riski kavramı uluslararası sermaye akımlarının çeşitlerine göre tanımlanabilir. Yabancı yatırımları; borç, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde üçlü bir ayırımı tabi tutmak yaygın bir kullanımdır. Borç, doğrudan borç vermeyi yada bir devletten veya bir ülkedeki özel sektörden tahvil satın almayı kapsamaktadır. Portföy yatırımları, ülkenin borsasına kayıtlı olan yada olmayan şirketlerin hisse senetlerine yönelik yatırımları kapsayabilmektedir.

Çalışmamızın konusunu oluşturan, doğrudan yabancı yatırımlar ise, fabrikalara, madenler veya petrol alanları gibi doğal kaynaklara ve diğer reel varlıklara yönelik olarak yapılan yatırımları ifade etmektedir.

Yaşanan ekonomik krizler ülke riskinin uluslararası alanda faaliyet gösteren bütün kurumları etkileyen önemli bir faktör olduğunu açıkça göstermektedir. 1980'lerde birçok ülke, borç geri ödemelerinde güçlüklerle karşılaşmış, ödemeler dengesinde sorun yaşayan ülkeler sermaye hareketleri üzerine kısıtlamalar koymuştur. Küresel sermaye akımlarındaki

⁴ İhsan ERSAN, "Ülke Riski", *Finans Dergisi*, 1985, s.24-28

⁵ Nevin YÖRÜK, *Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler*, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İİBF Yayınları No:4, Tokat, 1999, s.5-7

⁶ D.R. LESSARD, *Country Risk and the Structure of International Financial Intermediation*, in D.K. Das Ed., *International Finance-Contemporary Issues*, London: Routledge, 1993, s.3-5

büyük artış ile birlikte yaşanan bu borç ve para krizleri, ülke riski analizlerine geçmişte olduğundan daha çok önem verilmesine yol açmıştır.

Ülke riski ölçümü, çeşitli kredi derecelendirme kuruluşlarınca bağımsız olarak yapılmaktadır ve küreselleşme ile beraber uluslararası aktivitelerin artması da bu kurumlara olan talebi gittikçe arttırmaktadır. Bu kuruluşların kararları, uluslararası sermaye akımlarını yönlendiren başlıca etkenlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.⁷

Borç şeklindeki sermaye akımları göz önüne alındığında borçlanma, borçlananlar açısından iki gruba ayrılabilir: (a) hükümet ve hükümet garantili borçlanma ve (b) kamu garantisi olmaksızın özel şirketlerin borçlanması. Ülke riski kavramı sınır ötesi borçlanmada kullanıldığında ve borçlanan taraf da hükümet olduğunda kredi riski "Hükümlerlik Kredi Riski" (*Sovereign Risk*) yada "Hükümlerlik Riski" olarak nitelendirilmektedir.⁸

Doğrudan yabancı yatırımlar açısından yaklaşıldığında, az gelişmiş ülkelerde varlıkların kamulaştırılması, temettü ve diğer transferlere yönelik engeller ile yönetimde kontrol kaybı uluslararası firma yöneticileri tarafından genellikle, şirketlerini tehdit eden en ciddi ülke riski faktörleri olarak algılanmaktadır.⁹

IV. ÜLKE RİSKİ ANALİZİNDE KULLANILAN KATEGORİLER

Belli bir yatırımın ülkeye özgü faktörlerden etkilenme nedenleri çok fazladır. Genel olarak, riski alt kategorilere ayırarak ülke riskini analiz etmek yaygın bir kullanımdır. Bu açıdan ülke riskinin politik risk kategorisi, ekonomik risk kategorisi ve finansal ve ticari risk kategorisi olarak bölümlendirilmesi mümkündür.¹⁰

⁷ C. Arnold HARBERGER, "Three Basic Postulates for Applied Welfare Economics", *Journal of Economic Literature*, Eylül 1971, s.785

⁸ Kjell B. NORDAL, "Country Risk, Country Risk Indices and Valuation of FDI: A Real Options Approach", *Emerging Markets Review* 2, 2001, s.99.

⁹ F. N. BURTON and Inoue ¹¹ISACHI, http://econpapers.hhs.se/article/tafapplec/v_3A19_3Ay_3A1987_3Ai_3A8_3Ap_3A1009-48.htm, 1987, s.1009, (23.09.2004)

¹⁰ NORDAL, a.g.e., , 2001, s.199

A) POLİTİK RİSK KATEGORİSİ

Politik risk kamulaştırma yada büyük politika değişiklikleri yoluyla ortaya çıkan kayıplarla sonuçlanan politik istikrarsızlık olarak tanımlanmaktadır.¹¹

Philipp Harms politik riskin iş ortamındaki değişmelerden kaynaklandığı noktasına katılmasına karşın bu değişmelerin düzenli ya da düzensiz güç transferlerinden kaynaklanabileceğini ama onların ayrıca "rutin politika"nın da bir sonucu olabileceğini vurgulamaktadır. Harms firmaların faaliyetleri üzerindeki kısıtlamalar, kârların yurtdışına çıkarılması üzerindeki kısıtlamalar, kontratların ev sahibi ülke tarafından çiğnenmesi ve fark gözetici vergilemeden bahsetmektedir.¹²

Politik risk ile ilgili olarak literatürde birçok unsurdan bahsedilmesine karşın, tanımlanacak üç tip politik risk, genel olarak bu unsurların hepsini kapsamaktadır. Bunlar transfer riski, operasyonel risk ve mülkiyet kontrolü riskidir.

1. Transfer Riski

Transfer riski, uluslararası alanda mal ve hizmetlerin yada temettü ödemeleri gibi fonların transferi ile ilgili risktir.¹³

Transfer riski, ülkenin özel borçlar da dâhil olmak üzere tüm borçlarını ödeyebilme kapasitesiyle ilgili olduğundan bu kapasiteyi artırıcı veya azaltıcı tüm faktörler transfer riskinin belirlenebilmesi için ayrı ayrı incelemeye tabi tutulmaktadır. Enflasyon oranı, döviz kuru politikası, izlenen ekonomik politikalar, borç olarak alınan dış kaynakların kullanım alanları, doğal kaynaklar gümrük vergileri, dış borçların yönetimi, sermaye hareketleri, dış ticarete getirilen sınırlamalar, faiz oranları, doğal felaketler, piyasa koşulları gibi faktörler bu çerçevede incelenmektedir. Transfer riski çeşitli istatistikî analizler yoluyla belirlenebilmektedir.

¹¹ F. B. LEHRBASS, *A Simple Approach to Country Risk*, 01-616 GB Zentrales Kreditmanagement Portfoliosteuerung, West LB., 1999, s.56-60

¹² Philipp HARMS, *International Investment, Political Risk, and Growth*, Kluwer Academic Publishers, London, 2000, s.72-73

¹³ Jonathan EATON & Mark GERSOVITZ, "Country Risk and the Organization of International Capital Transfer", *NBER Working Papers:2204*, 1987, s.78-82

2. Operasyonel Risk

Operasyonel risk, ev sahibi ülkedeki yabancı bir yatırımın faaliyet ve karlılığı ile ilgili risktir. Fiyat kontrolleri, finansman kısıtlamaları, ihracat yükümlülükleri, vergiler ve değerinin üzerinde fiyat ile yerel girdi kullanma zorunluluğu buna örnek olarak verilebilir.¹⁴

Operasyonel risk unsurlarından biri olan fiyat kontrolleri nihai malların fiyatlarının hükümet tarafından kontrol altına alınıp tavan ve taban fiyatlandırma ve benzeri yöntemlerle fiyat üzerinde baskı oluşturulması ve aksak rekabet şartlarına zorlama anlamına gelir.

3. Mülkiyet Kontrolü Riski

Mülkiyet kontrolü riski, yatırımcının, yatırımı yönetme hakkı üzerine kısıtlamalar getiren hükümet politikaları yada olaylar ile ilgilidir. Yatırım kamulaştırılabilir veya yabancı ortaklar, yerel partnerlere indirimli bir fiyattan mülkiyet payı almalarına müsaade etmeye zorlanabilir.

B) EKONOMİK RİSK KATEGORİSİ

Ekonomik risk, bir yatırımın karlılığını etkileyebilen faiz ve döviz kurundaki gelişmeler gibi ülkenin makroekonomik gelişimi ile ilgilidir.

Ekonomik risk; GSMH'nın büyümesinde uzun dönemli bir yavaşlama, grevler, üretim maliyetindeki ani artışlar, ihracat gelirlerinde düşme, yiyecek maddeleri ve enerji ithalatında ani yükselme ve bunun gibi unsurları kapsamaktadır.

Borçlu ülkenin borcunu geri ödeme olasılığı büyük ölçüde söz konusu ülkenin ekonomisinin geçmiş ve gelecekteki performansı ile yakından ilgilidir. Ekonomik risk unsurları üç başlık altında incelenebilir. Bunlar faiz riski, döviz kuru riski ve enflasyon riskidir.

¹⁴ A.V. VEDPURISWAR, *Managing Political Risks*, Global CEO, ICFAI Press., 2002, s:90-92

1. Faiz Riski

Faiz riski, faiz oranlarında ortaya çıkan değişimlerden dolayı karşılaşılan risktir. Bu risk; herhangi bir yatırımdan beklenen getiriyi olumlu veya olumsuz etkilemekte veya firmaların yaptığı borçlanmalar üzerinde etkili olmaktadır. Zira faiz oranı vade sonunda elde edilecek veya dışarıya aktarılacak nakit akımları üzerinde doğrudan etki etmektedir.

Faiz riski özellikle bankacılık işlemlerinde oldukça önemlidir. Faiz riskinin iyi yönetilmesi için yeterli teknolojik altyapının yanı sıra riskin düzenli olarak ölçülmesi ve kontrol altına alınması gerekmektedir.¹⁵

2. Döviz Kuru Riski

Döviz riski, belli etkenlerle (siyasal olaylar, ödemeler dengesi açığı, vb.) ulusal para birimlerinin yabancı paralar karşısında değerinde meydana gelebilecek olumlu veya olumsuz değişimlerdir. Döviz riski, döviz kurlarında meydana gelen değişimlerden dolayı firmaların bilânçoları veya yatırım portföyleri üzerinde kâr veya zarara neden olmaktadır.

1990'lı yıllarda hızlanan küreselleşme eğilimiyle şekillenen yeni ekonomik yapıda, karşılıklı birbirine bağlı ve dış gelişmeler oldukça duyarlı ulusal ekonomik yapılar oluşmuştur. Bu ekonomik yapıda dalgalı döviz kuru rejiminin döviz kurları belirsizliğini arttırdığına dair argümanlar ortaya atılmış ve döviz kuru değişkenliğinin (*volatilite*) uluslararası ticaret hacmi üzerindeki etkileri, hem ampirik alanda hem de teorik alanda araştırma konusu olmuştur. Enflasyon oranı, faiz oranı ve ödemeler dengesinin daha değişken hale gelmesi, sermayenin uluslararası boyutta hareketlilik kazanması, teknolojik gelişmeler ve spekülasyonlar, döviz kuru değişkenliğinin kaynağını oluşturmuştur.¹⁶

¹⁵ Faiz Riski , <http://www.riskyonetimi.com/faizriski.asp>, (24.10.2004)

¹⁶ L.S. HOOK, & T.H. BOON, "Real Exchange Rate Volatility and Malaysian Exports to It's Major Trading Partners" *Universiti Putra Malaysia, Working Paper 6.*, 2000, s.47-49

3. Enflasyon Riski

Enflasyon nedeniyle yatırımcı tarafından arzulanan bir reel getiri oranının gerçekleşmeme olasılığını ifade eder.

Esasen, enflasyonun uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar üzerine yaptığı en olumsuz etki, belirsizliğin hüküm sürmesi nedeniyle ileriye dönük rasyonel ekonomik plan yapılamamasıdır.

Enflasyon, doğrudan yabancı yatırımların sabit ve çalışma sermayeleri ile verimlilikleri üzerinde olumsuz etkilere neden olmaktadır. Bu anlamda yerli ve yabancı işletmeler sabit sermaye kaybına uğramaktadır. Bu durum, yatırımların uzun dönemde üretim kapasitesi yönünden giderek küçülmelerine yol açmaktadır.

C) FİNANSAL VE TİCARİ RİSK KATEGORİSİ

Ticari risk, özel şirketler ile yerel partnerleri arasındaki anlaşmaların yerine getirilmesi ile ilgilidir ve yatırımın kendisi ile ilgili olan risktir.

Dünyada kredi fonları arzındaki artış, finansal risklerin de hızla artmasına neden olmuştur. Özellikle 1990'lı yıllarda bu şekilde ortaya çıkan sorunlar nedeniyle birçok mali skandal yaşandı. Sonuçta, finansal risklerdeki artışın ana sebeplerinden birisinin uluslararası rekabet artışı olduğu anlaşıldı.

V. ANALİZ

Çalışmamızda PRS-ICRG Ülke Riski Derecelendirme kuruluşundan temin edilen ülkemize ait politik, ekonomik ve finansal risk değerleri ile yine ülkemize ait fiili doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Ülkemize ait 1984–2003 yılları arasında politik, ekonomik ve finansal ülke riski değerleri ile doğrudan yabancı yatırımları gösteren tablo ve regresyon analizi sonuçları aşağıdadır.

A) TÜRKİYE'YE AİT 1984–2003 YILLARI ARASINDA POLİTİK, EKONOMİK VE FİNANSAL ÜLKE RİSKİ DEĞERLERİ VE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

YILLAR	POLİTİK RİSK DEĞERİ	EKONOMİK RİSK DEĞERİ	FİNANSAL RİSK DEĞERİ	DYY FİİLİ GİRİŞ (MİLYON \$)
1984	58,0	29,0	24,0	113
1985	55,0	32,5	25,0	99
1986	55,0	27,0	26,0	125
1987	55,0	28,0	28,0	115
1988	45,0	26,5	22,0	354
1989	44,0	27,0	20,0	663
1990	41,0	28,0	19,0	684
1991	55,0	27,0	21,0	907
1992	65,0	28,0	37,0	911
1993	65,0	32,0	37,0	746
1994	60,0	28,5	36,0	636
1995	55,0	29,0	36,0	934
1996	55,0	25,5	33,0	914
1997	56,0	26,0	24,0	852
1998	48,0	27,0	29,5	953
1999	53,0	21,5	31,0	813
2000	60,0	27,0	24,0	1707
2001	56,0	17,5	23,5	3288
2002	60,0	27,0	32,5	1043
2003	64,5	27,5	33,0	1573

Kaynak: <http://www.icrgonline.com>, <http://www.hazine.gov.tr/english/ybs/gencling.htm>, <http://www.Die.gov.tr> (25.09.2004)

Tablo 1.:Türkiye'ye Ait 1984-2003 Yılları Arasında Politik, Ekonomik ve Finansal Ülke Riski Değerleri ile Fiili Doğrudan Yabancı Yatırımlar

B) REGRESYON ANALİZİ VE DEĞERLENDİRMESİ

Türkiye'ye ait 1984–2003 yılları arasında yıllık politik, ekonomik ve finansal ülke riski değerleri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi sorgulayan regresyon analizi sonuçları şöyledir;

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FINANSAL, EKONOMİK, POLİTİK ^a	,	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DYYGİRİŞ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,763 ^a	,583	,504	505,60021

a. Predictors: (Constant), FINANSAL, EKONOMİK, POLİTİK

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5707198	3	1902399,293	7,442	,002 ^a
	Residual	4090105	16	255631,570		
	Total	9797303	19			

a. Predictors: (Constant), FINANSAL, EKONOMİK, POLİTİK

b. Dependent Variable: DYYGİRİŞ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3245,842	1300,518		2,496	,024
	POLİTİK	43,909	23,373	,408	1,879	,079
	EKONOMİK	-164,522	37,304	-,730	-4,410	,000
	FINANSAL	-12,358	26,205	-,103	-,472	,644

a. Dependent Variable: DYYGİRİŞ

Yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre modelimiz geçerlidir. Çünkü ANOVA tablosunda bulunan Sig. Değeri 0,002 olup bu değer 0,05'ten küçüktür ($0,002 < 0,05$). Regresyon modelimiz ülkemize ait politik, ekonomik ve finansal ülke riski değerleri ile doğrudan yabancı yatırım değerleri arasındaki ilişkiyi % 58,3 oranında örneklemektedir (açıklamaktadır). Regresyon analizinden elde edilen regresyon modelimiz şu şekilde oluşmaktadır.

$$\text{DYY GİRİŞ} = 3245,842 + 43,909 * \text{POLİTİK} - 164,522 * \text{EKONOMİK} - 12,358 * \text{FINANSAL}$$

Çalışmamızda ülke riskini oluşturan politik, ekonomik ve finansal risk faktörlerinin hangisinin ne oranda doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olduğu analiz edilmeye çalışılmıştır.

Türkiye için ülke riski faktörleri arasında doğrudan yabancı yatırımları uzun dönem için en az etkileyen risk faktörü finansal risk faktörüdür. Analizimiz sonucu elde edilen regresyon modelinin katsayılarına bakıldığında bu durum açıkça ortaya çıkmaktadır. Regresyon modeline dikkat edilirse en küçük kat sayı finansal risk faktörüne ait olan katsayıdır. Politik risk faktörünün katsayısı +43,909, ekonomik risk faktörünün katsayısı -164,522 iken finansal risk faktörünün katsayısı -12,358'dir.

Yukarıdaki analiz sonuçları değerlendirildiğinde ülkemiz için politik risk düzeyinin yüksek olması ülkemize gelen doğrudan yabancı yatırımları

olumsuz yönde etkilendiği görülmektedir. Türkiye’de istikrarlı bir politik yapı sağlamadıkça doğrudan yabancı yatırımları ülkemize çekmemiz pek mümkün görülmemektedir. Bununla beraber doğrudan yabancı yatırımları en çok etkileyen risk faktörü politik risk faktörü değil ekonomik risk faktörüdür. Bu değerlendirme regresyon modelinin katsayıları dikkate alınarak yapılmaktadır.

Regresyon modelinde ekonomik ve finansal risk faktörlerinin katsayılarının eksi (-) değerinde olması, ülkemiz için bu risk faktörlerinin arttığı zamanlarda doğrudan yabancı yatırım miktarının da arttığını göstermektedir. Yani ülkemiz ekonomik ve finansal olarak riskli duruma geldiği dönemlerde ülkemize gelen doğrudan yabancı yatırım miktarı artmaktadır. Bu analiz sonucu regresyon modelinin katsayıları dikkate alındığında finansal risk düzeyi için oransal olarak ihmal edilebilecek düzeyde olmasına rağmen ekonomik risk düzeyi için özellikle değerlendirilmesi gerekir.

Tablo 1’e bakıldığında 1985–1986, 1987–1988, 1990–1991, 2000–2001 ekonomik risk düzeyinin arttığı yıllarda doğrudan yabancı yatırımlar da artmıştır. Yani ekonomik risk artıkça, yatırım artmıştır. Yine Tablo 1’e bakılacak olursa 1984–1985, 1986–1987, 1992–1993, 1996–1997, 2001–2002 ekonomik risk düzeyinin azaldığı yıllarda doğrudan yabancı yatırımlar da azalmıştır. Yani ekonomik risk azaldıkça, yatırım azalmıştır.

2001–2002 yılları arasında bu durum en çarpıcı şekilde yaşanmıştır. 2001 yılında ülkemizin ekonomik ülke riski değeri 17,5 iken yani ülkemiz çok yüksek ekonomik riske sahipken, ülkemize girmiş fiili doğrudan yabancı yatırım miktarı 3288 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

2001 yılı başında dolar 676,431 TL’den işlem görmektedir. Dolar kuru 21 Şubat krizinin hemen ardından birkaç gün içinde 685,391TL’den, 1.020.560 TL’ye çıkmıştır. Bu değerlendirme ile birlikte doğrudan yabancı yatırım girişlerine de bakılacak olursa aynı dönemde yani 2001 yılının ilk üç ayında yatırım miktarı 1874 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu üç aylık dönem, en yüksek doğrudan yabancı yatırım miktarının ülkemize geldiği dönem olmuştur.

2002 yılında ise ülkemizin ekonomik ülke riski değeri 17,5’den 27,5’e yükselmiş ve çok yüksek ekonomik riskli ülke düzeyinden yüksek ekonomik riskli ülke düzeyine çıkmıştır. Yani ülkemizin ekonomik risk düzeyi düşmüş

ve ekonomik anlamda daha risksiz bir duruma gelmiştir. Bu dönemde dolar kuru 1.500.000 TL civarında seyretmiş ve dalgalı kur sistemine geçilmesiyle yatay bir seyir izlemiştir. Ama 2002 yılı için ülkemize fiili olarak giren doğrudan yabancı yatırım miktarı 2001 yılında gerçekleşen 3288 milyon dolardan, 1043 milyon dolara düşmüştür. (Tüm yıl boyunca)

Bu durum göstermektedir ki döviz kurunun ani yükseliş gösterdiği 2001 yılı ilk üç ayı en yüksek doğrudan yabancı yatırımın ülkemize geldiği dönem olmuştur. Sonuç olarak ekonomimizin en kötü olduğu ve dolar kurunun en hızlı yükselişi gösterdiği dönem ülkemizin en çok doğrudan yabancı yatırımı çektiği dönemdir.

Bu durumu değerlendire bilmek için 21 Şubat 2001 günü yaşanan ekonomik krize ve sonuçlarına bakmakta yarar vardır. 21 Şubat 2001 krizi, bankaların ödeme yükümlülüklerini hem yurtiçinde hem de yurtdışında yerine getirememesi sonucunu doğurmuştur. Yaşanılan nakit sıkışıklığı ile ortaya çıkan duruma, ülke riski derecelendirme kuruluşlarının üst üste yaptıkları olumsuz açıklamalarının eklenmesiyle piyasada döviz talebi artmıştır ve döviz kuru ani bir şekilde yükselmiştir.

22 Şubat 2001 günü 9 Aralık 1999'da ilan edilen "kur çıpası" yerine, "dalgalı kur" sistemine geçilmesi benimsenmiştir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının olumsuz açıklamaları, yüksek likidite sıkıntısı ile birleşince gecelik faiz Merkez Bankası Interbank piyasasında yüzde 6.200'e, repo piyasasında ise 7.500'e çıkmıştır.

Durumu daha net değerlendirmek açısından 2001–2002 yıllarındaki fiili gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlara ve Merkez Bankası dolar kurlarına bakmakta yarar vardır. Aşağıdaki Tablo 2'de bu döneme ait Merkez Bankası dolar kurları verilmektedir.

DOLAR	DÖZİZ ALIŞ	DÖVİZ SATIŞ	EFEKTİF ALIŞ	EFEKTİF SATIŞ
Ocak 2001	676,431	679,693	675,957	680,713
20 Şubat 2001	688,001	691,319	687,519	692,356
21 Şubat 2001	685,391	688,696	684,911	689,729
22 Şubat 2001	957,879	962,499	957,208	963,943
28 Şubat 2001	920,678	925,119	920,034	926,507
Mart 2001	1,020,560	1,025,482	1,019,846	1,027,020
Nisan 2001	1,137,693	1,143,180	1,136,897	1,144,895
Mayıs 2001	1,206,147	1,211,964	1,205,303	1,213,782
Haziran 2001	1,252,773	1,258,815	1,251,896	1,260,703
Temmuz 2001	1,323,108	1,329,490	1,322,182	1,331,484
Ağustos 2001	1,358,232	1,364,783	1,357,281	1,366,830
Eylül 2001	1,518,666	1,525,991	1,517,603	1,528,280
Ekim 2001	1,587,404	1,595,060	1,586,293	1,597,453
Kasım 2001	1,473,969	1,481,078	1,472,937	1,483,300
Aralık 2001	1,446,638	1,453,615	1,445,625	1,455,795
Ocak 2002	1,305,340	1,311,636	1,304,426	1,313,603
Şubat 2002	1,386,051	1,392,736	1,385,081	1,394,825
Mart 2002	1,337,794	1,344,246	1,336,858	1,346,262
Nisan 2002	1,331,884	1,338,308	1,330,952	1,340,315
Mayıs 2002	1,438,010	1,444,946	1,437,003	1,447,113
Haziran 2002	1,569,143	1,576,711	1,568,045	1,579,076
Temmuz 2002	1,688,194	1,696,336	1,687,012	1,698,881
Ağustos 2002	1,621,347	1,629,167	1,620,212	1,631,611
Eylül 2002	1,650,456	1,658,416	1,649,301	1,660,904
Ekim 2002	1,662,511	1,670,530	1,661,347	1,673,036
Kasım 2002	1,535,339	1,542,744	1,534,264	1,545,058
Aralık 2002	1,639,745	1,647,654	1,638,597	1,650,125

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr> (25.09.2004)

Tablo 2.:2001-2002 Yıllarına Ait Merkez Bankası Dolar Kurları

Aynı dönemi için fiili doğrudan yabancı yatırımlar şu şekilde gerçekleşmiştir.

YIL	DÖNEM	DYY FİİLİ GİRİŞ(MİLYON \$)
2001	Q1	1874
	Q2	142
	Q3	472
	Q4	778
2002	Q1	93
	Q2	340
	Q3	261
	Q4	349

Kaynak: <http://www.die.gov.tr> (25.09.2004)

Tablo 3.:2001-2002 Yıllarına Ait Dönemlik Fiili Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Tablo 2'den anlaşılacağı gibi ülkemize en yüksek fiili doğrudan yabancı yatırımın girdiği 2001 yılının ilk üç ayı dolar kuru 676,431 TL' den 1.020.560 TL'ye yükselmiştir. Tablo 3'e bakılacak olursa da aynı dönem için fiili doğrudan yabancı yatırım değeri 1,874 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılı dördüncü çeyreğinde ise dolar kuru 1.587.404 TL / 1.446.638 TL aralığında gerçekleşmiştir. Aynı dönemde fiili doğrudan yabancı yatırım değeri 778 milyon dolar olmuştur.

Bu iki dönem ülkemizin Cumhuriyet tarihinde en yüksek fiili doğrudan yabancı yatırımın çektiği dönemlerdir. Dikkat edilirse her iki dönemde de dolar kuru Ocak 2001 tarihine göre aşırı değerlidir.

2002 yılı değerlendirildiğinde ise 2001 yılının son çeyreği ile 2002 yılının ilk çeyreği dolar kuru yatay bir seyir izlemiş 2002 yılının ikinci çeyreğinden itibaren tekrar yükselişe geçmiştir. Bu dönemlerde dolar kuru 1.569.143 TL (ikinci çeyrek), 1.650.456 TL (üçüncü çeyrek), 1,639,745 TL (dördüncü çeyrek) şeklinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemler için fiili doğrudan yabancı yatırım girişleri de 340 milyon dolar (ikinci çeyrek), 261 milyon dolar (üçüncü çeyrek) ve 349 milyon dolar (dördüncü çeyrek) şeklinde ortalamanın üzerinde gerçekleşmiştir.

Tüm bu değerler göstermektedir ki doğrudan yabancı yatırımların ülkemize yüksek oranda girdiği dönemler döviz kurunun aşırı değerlendiği zamanlara denk gelmektedir. Bu dönemlerde yabancı yatırımcıların yapmış oldukları yatırımlarının reel getirisi onlar için oldukça yüksek olmaktadır. Ülkemiz için ekonomik risk düzeyinin en çok arttığı dönemler ekonomik kriz dönemleridir. Bu dönemlerde yukarıda anlatılan nedenden dolayı doğrudan yabancı yatırımların artması, her ne kadar iktisat literatürüne ters olsa da analiz sonuçları ve yaşanan tecrübelerle göre ülkemiz için doğrudur.

Değerlendirmemizde dikkat edilmesi gereken nokta bu değerlendirmelerin ve analizlerin ülkemiz için geçerli olduğudur. Doğrudan yabancı yatırım teorilerinden “Doğrudan Yabancı Yatırımları Açıklamaya Yönelik Döviz Kuru Yaklaşımı” bizce ülkemize yönelen doğrudan yabancı yatırımları açıklamaktadır.

Robert Aliber’in geliştirdiği bu modelde, firmaların yabancı yatırımlarını neden kendi dövizleri cinsinden finanse ettikleri sorusuna yanıt aramaktadır. Aliber modeline göre, güçlü paralara sahip ülkelere çıkan çokuluslu şirketler, gerek kendi, gerekse uluslararası piyasalarda zayıf paralı ülkelerin firmalarından daha ucuza kredi temin edebilmektedir. Bu model döviz kuru piyasasında yaşanan yapısal aksaklıklardan ve dalgalanmalardan, güçlü firmaların ekstra döviz kuru kazançları sağladığını belirtmektedir.

Çalışmamızda Doğrudan Yabancı Yatırımlar açısından en önemli handikabımızın ülkemizin ekonomik yapısından kaynaklandığı sonucuna varılmıştır. Politik istikrarsızlıklarında bu durum üzerinde etkisi olduğu şüphesiz doğrudur; fakat sorun esasen ekonomiktir. Finansal faktörlerinde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde nispeten olumsuz etkisi vardır ama bu etki politik faktörler ve özellikle ekonomik faktörler değerlendirildiğinde büyük bir anlam ifade etmemektedir. Bu değerlendirmenin uzun vadeli doğrudan yabancı yatırımlar için olduğu unutulmamalıdır.

SONUÇ

Doğrudan yabancı yatırımları ülkelere çeken ya da akışını engelleyen birçok faktör bulunmaktadır. Bizce bu faktörlerin büyük bir kısmını ülke riskini inceleyerek analiz edebiliriz. Bu fikirden yola çıkarak çalışmamızda ülke riskini değerlendirerek bu faktörlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkilerini tespit etmeye çalıştık.

Her ticari faaliyet türü gibi, doğrudan yabancı yatırım için de, en temel güdü kârdır. Ancak bu kâr devamlılık arz etmelidir. Başka bir ülkede yatırımda bulunma kararı verilirken, en az kârlılık kadar, bu kârlılığın devamlılığı da aranmaktadır. Kârın devamlılığını sağlayan en önemli etken ise ekonomik istikrardır. Ekonomik istikrar ise ancak, sağlam bir demokrasi, mülkiyet hakkı ve teşebbüs özgürlüğünün güvence altında olduğu ortamlarda mevcuttur.

Avrupa Birliği yolunda uymamız gereken Mastrich Kriterleri tutturulduğu ve bu süreç kesintisiz olarak sürdürüldüğü takdirde Yabancı Yatırımlar Performans Endeksi'nde şu anda bulunduğumuz 110'uncu sıradan, Dünya Yabancı Yatırımlar Potansiyel Endeksinin göstermiş olduğu 72'nci sıraya hatta daha üstlere kısa bir süre içinde yükseleceğimizi düşünmekteyiz. Zaten potansiyelimiz de budur. Umarız bundan sonra; çalışmamızda tespit ettiğimiz gibi, yaşamış olduğu ekonomik krizlerden kaynaklanan fırsatlarından yararlanan ülke değil; sağlam ekonomik, politik ve finansal yapısıyla fırsatlardan yararlanan ülke oluruz.

KAYNAKÇA

Kitaplar

HARMS Philipp, *International Investment, Political Risk, and Growth*, Kluwer Academic Publishers, London, 2000.

LEHRBASS F.B., *A Simple Approach to Country Risk*, 01-616 GB Zentrales Kreditmanagement Portfoliosteuerung, West LB, 1999.

LESSARD D.R., *Country Risk and the Structure of International Financial Intermediation*, in D.K. Das Ed., *International Finance-Contemporary Issues*, London: Routledge, 1993.

VEDPURISWAR A.V., *Managing Political Risks*, Global CEO , ICFAI Press, 2002.

YÖRÜK Nevin, *Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler*, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İİBF Yayınları No:4, Tokat, 1999.

Makaleler

D.P.T., "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu", *ÖİK:532, DPT:2514*, Ankara, 2000.

EATON Jonathan & GERSOVITZ Mark, "Country Risk and the Organization of International Capital Transfer", *NBER Working Papers:2204*, 1987.

ERSAN İhsan, "Ülke Riski", *Finans Dergisi*, 1985.

HARBERGER Arnold C., "Three Basic Postulates for Applied Welfare Economics", *Journal of Economic Literature*, 1971.

HOOK L.S., & BOON T.H., "Real Exchange Rate Volatility and Malaysian Exports to It's Major Trading Partners", *Universiti Putra Malaysia, Working Paper* 6, 2000.

KARLUK Rıdvan, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", İstanbul, *İ.T.O. Ekonomik Yayınlar Dizisi*, No: 13, 1983.

NORDAL Kjøll B., "Country Risk, Country Risk Indices and Valuation of FDI: A Real Options Approach", *Emerging Markets Review* 2, 2001.

İnternet Kaynakları

BURTON F.N. and HİSACHI Inoue ,¹⁹⁸⁷, <http://econpapers.hhs.se/article/tafapplec/v3A193Ay3A19873Ai3A83Ap3A1009-48.htm>, (23.09.2004)

D.İ.E., <http://www.Die.gov.tr> , (25.09.2004)

FAİZ RİSKİ, <http://www.riskyonetimi.com/faizriski.asp>, (24.10.2004)

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, <http://www.hazine.gov.tr/english/ybs/geneling.htm> , (23.10.2004)

PRS- ICRG, <http://www.icrgonline.com> , (15.09.2004)

WORD INVESTMENT REPORT 2004, The Shift Towards Services, http://www.unctad.org/en/docs/wir2004_fas_en.pdf , (12.04.2004)

T.C.M.B., <http://www.tcmb.gov.tr>, (25.09.2004)