

T.C.
HASAN KALYONCU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT DOKTORA PROGRAMI

ULUSAL VE KÜRESEL KRİZ DÖNEMLERİNDE YABANCI SERMAYE
SAHİPLİĞİNİN FİRMALARIN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1995-2017)

DOKTORA TEZİ

HAZIRLAYAN
Özcan ÖZKAN

GAZİANTEP – 2020

T.C.
HASAN KALYONCU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT DOKTORA PROGRAMI

ULUSAL VE KÜRESEL KRİZ DÖNEMLERİNDE YABANCI SERMAYE
SAHİPLİĞİNİN FİRMALARIN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1995-2017)

DOKTORA TEZİ

HAZIRLAYAN
Özcan ÖZKAN

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Z. Vildan SERİN

GAZİANTEP – 2020

KABUL VE ONAY

Özcan ÖZKAN tarafından hazırlanan “ULUSAL VE KÜRESEL KRİZ DÖNEMLERİNDE YABANCI SERMAYE SAHİPLİĞİNİN FİRMALARIN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1995-2017)” başlıklı bu çalışma 08/01/2020 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucu başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Z. Vildan SERİN (Başkan)

Prof. Dr. M. Hanifi ASLAN (Üye)

Prof. Dr. Sadettin PAKSOY (Üye)

Doç. Dr. Server DEMİRCİ (Üye)

Dr. Öğr. Üye. Lamiha ÖZTÜRK (Üye)

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım./...../.....

Prof. Dr. Mazlum ÇELİK
Enstitü Müdürü

TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI

Doktora Tezi olarak sunduğum “ULUSAL VE KÜRESEL KRİZ DÖNEMLERİNDE YABANCI SERMAYE SAHİPLİĞİNİN FİRMALARIN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1995-2017)” başlıklı çalışmanın tarafımca, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu ve bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve onurumla doğrularım. 08/02/2020

[İmza]

Özcan ÖZKAN

ÖNSÖZ

Dünya ekonomisinde doğrudan yabancı yatırım (DYY) seviyelerinde gözlenen artışlar akademik literatürde, “yabancı sahipliği” kavramının gittikçe önem kazanmasına neden olmaktadır. Küreselleşmeyle birlikte doğrudan yabancı yatırımlar hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin politika yapıcıları tarafından son derece cazip olarak algılanmaktadır. Küreselleşmenin getirmiş olduğu faydalar özellikle 2000’li yıllara girerken giderek daha belirgin hale gelmiş; malların, hizmetlerin, insanların ve sermayenin uluslararası sınırlar boyunca artan hareketi, gelişmekte olan birçok ülkenin hızlı ve sürdürülebilir ekonomik büyüme elde etmesine yardımcı olmuştur. Sadece ulusal ölçekte değil, aynı zamanda dolaylı olarak küresel ölçekte de geniş anlamda etkili olan bu gelişmeler, kuşkusuz iktisat bilimi açısından araştırma yönüyle de her zaman önemli olmuş ve merak uyandırmıştır. Ayrıca, bu alanın temel bileşenlerinden olan yerli ve yabancı firmaların piyasalardaki hareketliliği de ülke ekonomisinin önemli göstergelerinden biri haline dönüşmüş durumdadır. Bu durum da iktisatçılar için önemli bir araştırma alanı haline gelmiştir. Buradan hareketle Tez Çalışmamın hem ülkemizi hem de Dünyayı, belirttiğimiz ekonomik koşullarla birlikte az da olsa tanımaya katkıda bulunmuş olmasını diliyorum.

Başka bir ülkede başlayan bu tez serüvenimde beni tekrardan akademiye döndüren, bağlayan motive eden, sahiplenen, yol gösteren değerli hocam Prof. Dr. Zehra Vildan SERİN’e, fikirlerini ve desteklerini esirgemeyen ve benim bu kuruma dâhil olmamda büyük rol oynayan kıymetli hocam Prof. Dr. M. Hanifi ASLAN’a, çalıştığım kurumda beni teşvik eden ve destekleyen değerli hocam Prof. Dr. Sadettin PAKSOY’a ve diğer hocalarıma, çalışma arkadaşlarıma çok teşekkür ediyorum. Benimle ülke ülke dolaşarak hem hayatımda hem de tezimi yazmamda önemli rol oynayan, beni dinleyen, katlanan, destek olan, her daim yanımda olan, en zor zamanlarımda bile bana sahip çıkan değerli eşim Nihan ÖZKAN’a, hayata karşı bakışımı kökünden değiştiren ve bana babalık duygusunu bu zorlu zaman diliminde tattıran canım oğlum Mert’e, bugünlere gelmemi sağlayan ve ne yaparsam yapayım, tüm kararlarımda arkamda duran Annem Nazlı ÖZKAN’a Babam Mustafa ÖZKAN’a, kardeşlerim Halil, Fevzi Can ve Mehmet Eren’e, destekleri ve duydukları güvenle beni hep hazır tutan ve diğer ailem olan Berrin HASDEMİR, Kenan ve Berkan HASDEMİR’e ve son olarak buraya sığdıramadığım tüm dostlarıma sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

ÖZET

Firmaların sahiplik yapıları halka açık veya kapalı, özel veya kamu, yerli veya yabancı olarak gruplandırılabilir. Mülkiyet yapısı ile kontrol arasında doğrudan bir ilişki vardır. Günümüzdeki firmalar daha rekabetçi bir yapı için dış pazarlara açılarak dış firmalarla iş birliği yaparlar, hatta birleşirler. Bu c amacı yabancı sahipliğin olduğu Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların özellikle kriz dönemlerinde verdikleri tepkileri araştırmaktır. Dolayısıyla, bu tezde İstanbul Sanayi Odası (ISO) verilerinden elde edilen İmalat Sanayi sektöründeki 1995-2017 yılları arasında faaliyet gösteren “En Büyük 500” firmanın, 2001 ve 2008 kriz dönemlerindeki yabancı sermaye, istihdam, ihracat ve satış sonrası büyüme performansları Alvarez ve Gorg’un 2007 yılında Şili için yapmış olduğu ve ekonometrik altyapı kullanılarak incelenmiştir ve dengeli panel oluşturulmuştur. Bu çalışmanın asıl amacı Türkiye de faaliyet gösteren, yabancı mülkiyetli firmaların kriz dönemlerindeki performanslarını incelemektir. Bulgularımız, çoğunluk yabancı mülkiyeti ile firmaların performansları arasında pozitif bir ilişki bulan önceki çalışmaların bulguları ile örtüşmektedir. 2001 krizinden firmalar olumlu etkilenirken 2008 krizinden olumsuz etkilenmişlerdir. Bir diğer ifade ile 2001 krizini şirketler fırsata çevirebilmişlerdir. Ancak kriz zamanlarında %50 ve %50’den fazla yabancı sermayeli şirketlerin 2001 ve 2008 krizlerinden olumsuz etkilendikleri görülmektedir. 2001 krizini, 2008 krizine göre daha zor yönettikleri görülmektedir.

Anahtar kelimeler: doğrudan yabancı yatırımlar, imalat, finansal krizler, Türkiye, firma davranışları.

ABSTRACT

Ownership structures of firms may be grouped as public or closed, private or public, domestic or foreign. There is a direct relationship between ownership structure and control. Today's companies open to foreign markets for a more competitive structure, cooperate with foreign companies and even unite. The primary objective of this thesis firms operating in Turkey where foreign ownership is particularly investigate their responses during crisis periods. Therefore, in this thesis, the “Top 500” firms operating in the Manufacturing Industry sector obtained from Istanbul Chamber of Industry (ISO) data between 1995 and 2017 are in the performance of foreign capital, employment, export and after sales growth during the 2001 and 2008 crisis periods. This was investigated by using econometric infrastructure of Alvarez and Gorg for the Chilean economy in 2007 and balanced panel created for this issue. The main purpose of this study is it is to examine the performance of foreign-owned firms operating in Turkey, during economic crises periods. Our findings coincide with the findings of previous studies, which found a positive relationship between majority foreign ownership and firm performance. Firms were positively affected by the 2001 crisis and negatively affected by the 2008 crisis. In other words, companies were able to turn the 2001 crisis into an opportunity. However, in times of crisis, 50% and more than 50% of companies with foreign capital are adversely affected by the 2001 and 2008 crises. They are more difficult to manage the 2001 crisis than the 2008 crisis.

Keywords: foreign direct investment, manufacturing, financial crises, Turkey, firm behaviours.

İÇİNDEKİLER

| | Sayfa No. |
|--------------------------|-----------|
| ÖNSÖZ..... | i |
| ÖZET..... | ii |
| ABSTRACT..... | iii |
| İÇİNDEKİLER..... | iv |
| TABLolar LİSTESİ..... | viii |
| ŞEKİLLER LİSTESİ..... | ix |
| KISALTMALAR LİSTESİ..... | x |

BİRİNCİ BÖLÜM

| | |
|--|----|
| GİRİŞ..... | 1 |
| 1.1. Problem Durumu..... | 2 |
| 1.2. Problem Cümlesi..... | 2 |
| 1.3. Araştırmanın Amacı..... | 2 |
| 1.4. Araştırmanın Önemi..... | 3 |
| 1.5. Araştırmanın Sınırlılıkları..... | 3 |
| 1.6. Tanımlar..... | 3 |
| 1.6.1. Yabancı Sermaye Sahipliği Kavramı..... | 4 |
| 1.6.2. Doğrudan Yabancı Yatırım..... | 4 |
| 1.6.3. Firma Sahipliği ve Firma Performansı Arasındaki İlişki..... | 9 |
| 1.6.4. İmalat Endüstrisi Kavramı..... | 10 |

İKİNCİ BÖLÜM

| | |
|---|----|
| TEORİK ALTYAPI VE LİTERATÜR TARAMASI..... | 15 |
| 2.1. İçselleştirme Teorisi..... | 15 |
| 2.2. Literatür Taraması..... | 21 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

| | |
|---|----|
| KÜRESEL FİNANSAL KRİZLERE TARİHSEL BAKIŞ..... | 54 |
| 3.1. Krizin Tanımı..... | 57 |
| 3.2. Krizin Unsurları..... | 58 |
| 3.3. Krizin Tarihçesi..... | 59 |

| | |
|--|----|
| 3.3.1. Kriz Dönemleri..... | 61 |
| 3.3.2. Global Ekonomik ve Finansal Krizler..... | 62 |
| 3.3.2.1. 1673 Lale Çılgınlığı..... | 62 |
| 3.3.2.2. 1711 Güney Denizi Balonu | 63 |
| 3.3.2.3. 1772 Kredi Krizi | 63 |
| 3.3.2.4. İlk “Gelişmekte Olan Piyasalar” Krizi..... | 64 |
| 3.3.2.5. 1857 Krizi: Panik Küresel Boyutlarda..... | 66 |
| 3.3.2.6. 1873 Borsa Çöküşü..... | 68 |
| 3.3.2.7. 1929 Büyük Buhran | 68 |
| 3.3.2.8. Kara Pazartesi - 1987..... | 72 |
| 3.3.2.9. 1997 Asya Krizi | 72 |
| 3.3.2.10. İnternet Balonunun Patlaması..... | 73 |
| 3.3.2.11. 2010 Yıldırım Krizi | 73 |
| 3.3.2.12. 2015-16 Çin Pazarı Krizi | 74 |
| 3.3.2.13. 1973 OPEC Petrol Krizi | 74 |
| 3.3.3.14. Uluslararası Borç Krizi | 76 |
| 3.4. Kriz Türleri..... | 78 |
| 3.5. Yerli ve Küresel Krizler | 79 |
| 3.5.1. 2001 Krizi..... | 81 |
| 3.5.2. 2008 Finansal Krizi | 85 |
| 3.5.2.1. Finansal Krizin Nedenleri..... | 87 |
| 3.5.2.1.1. Serbestleşme | 88 |
| 3.5.2.1.2. Menkul Kıymetleştirme | 88 |
| 3.5.2.1.3. Yüksek Faizli Konut Kredilerinin Büyümesi | 89 |
| 3.5.2.1.4. Fed Yüksek Faizli Borç Oranlarını Artırdı | 89 |
| 3.5.2.2. 2008 Krizi Ne Kadar Kötüydü? | 90 |
| 3.5.2.3. Türkiye 2008 Krizinden Nasıl Etkilendi?..... | 90 |

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

| | |
|---|-----------|
| YÖNTEM VE BULGULAR..... | 92 |
| 4.1. Araştırma Modeli | 92 |
| 4.2. Evren ve Örneklem..... | 92 |
| 4.3. Büyük Firmalar Neden İmalat Sanayiinden Seçildi? | 93 |
| 4.4. Uygulama | 94 |

| | |
|---|-----|
| 4.4.1. Birim Kök Testleri | 95 |
| 4.4.1.1. Levin, Lin ve Chu (2002) – LLC Testi..... | 97 |
| 4.4.1.2. Fisher Panel Birim Kök Testleri (Fisher ADF ve Fisher Philips Perron (PP))..... | 98 |
| 4.4.2. Panel Veri Analizi Modelleri | 99 |
| 4.4.2.1. Sabit Etkiler Modeli..... | 101 |
| 4.4.2.2. Rassal (Tesadüfi) Etkiler Modeli..... | 102 |
| 4.4.2.3. Chow Testi..... | 105 |
| 4.4.2.4. Hausman Testi | 105 |
| 4.5. Analiz ve Bulgular | 106 |
| 4.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler | 110 |
| 4.5.2. Birim Kök Analizi..... | 113 |
| 4.5.3. Panel Veri Analizi | 116 |
| 4.5.3.1. Bağımlı Değişken: Labor Bulguları..... | 116 |
| 4.5.3.1.1. Redundant Fixed Effects Testi Sonuçları (Sabit Etkiler Yönteminin Gerekliliği Sabit Etkiler Testi)..... | 116 |
| 4.5.3.1.2. Hausman Test Sonuçları | 117 |
| 4.5.3.1.3. Model Tahmin Sonuçları | 117 |
| 4.5.3.2. Bağımlı Değişken: Dlsale Bulguları..... | 120 |
| 4.5.3.2.1. Redundant Fixed Effects Testi Sonuçları (Sabit Etkiler Yönteminin Gerekliliği Sabit Etkiler Testi)..... | 120 |
| 4.5.3.2.2. Hausman Test Sonuçları | 120 |
| 4.5.2.2.3. Model Tahmin Sonuçları | 121 |
| 4.5.4. Analiz Bulguları..... | 122 |

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER..... 123

5.1. Sonuç..... 123

5.2. Değerlendirme ve Öneriler..... 125

KAYNAKÇA 130

EKLER..... 1477

Ek 1. Model (1) 147

Ek.2. Model (2) 148

| | |
|-------------------------|------|
| Ek.3. Model (3) | 149 |
| Ek.4. Model (4) | 1500 |
| Ek.5. Model (5) | 1511 |
| Ek.6. Model (6) | 1522 |
| Ek.7. Model (7) | 1533 |
| Ek.8. Model (8) | 1544 |
| Ek.9. Model (9) | 1555 |
| Ek.10. Model (10) | 1566 |



TABLULAR LİSTESİ

| | Sayfa No. |
|--|------------------|
| Tablo 1. OLS, Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Farkları | 103 |
| Tablo 2. Değişken Bilgileri | 107 |
| Tablo 3. 2018 Ocak-Aralık Döneminde Kurulan Yabancı Sermayeli Şirketlerin Genel Görünümü | 110 |
| Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler..... | 111 |
| Tablo 5. Korelasyon Tablosu..... | 111 |
| Tablo 6. İlabor Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları | 114 |
| Tablo 7. İexport Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları | 114 |
| Tablo 8. İbalance Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları | 115 |
| Tablo 9. İrevenue Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları..... | 115 |
| Tablo 10. İsale Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları | 116 |
| Tablo 11. Redundant Fixed Effects Test Sonuçları | 117 |
| Tablo 12. Hausman Test Sonuçları..... | 117 |
| Tablo 13. Bağımlı Değişken: İlabor Model 1-6 Tahminleri | 119 |
| Tablo 14. Redundant Fixed Effects Test Sonuçları | 120 |
| Tablo 15. Hausman Test Sonuçları..... | 120 |
| Tablo 16. Bağımlı Değişken: İsale Model 7-9 Tahminleri | 121 |
| Tablo 17. Hipotez Sonuçları | 122 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| | Sayfa No. |
|--|------------------|
| Şekil 1. Panel Birim Kök Testleri | 96 |
| Şekil 2. Enflasyon, GSYİH Deflatörü (yıllık %) | 107 |
| Şekil 3. GSYİH Büyümesi (Yıllık, %)..... | 108 |
| Şekil 4. İşsizlik, Toplam (toplam işgücünün %'si) (ILO tahmini)..... | 109 |
| Şekil 5. ISIC Sınıflandırmasına Göre Firmaların Bulunduğu Sektörler | 112 |
| Şekil 6. Sale Değişkeni (1995-2017) | 112 |
| Şekil 7. Labor Değişkeni (1995-2017)..... | 113 |

KISALTMALAR LİSTESİ

| | | |
|---------------|---|---|
| AB | : | Avrupa Birliği |
| ABD | : | Amerika Birleşik Devletleri |
| BIT | : | İki Taraflı Yatırım Anlaşması |
| CFTC | : | Emtia Vadeli İşlemler Ticaret Komisyonu |
| ÇUŞ | : | Çok Uluslu Şirket |
| DYY | : | Doğrudan Yabancı Yatırım |
| FDIC | : | Federal Mevduat Sigorta Komisyonu |
| FED | : | ABD Merkez Bankası |
| FÖA | : | Firmaya Özgü Avantajlar |
| FPI | : | Yurtdışı Portföy Yatırımları |
| GSYH | : | Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla |
| IIA | : | Uluslararası Yatırım Sözleşmelerinin |
| ILO | : | Uluslararası Çalışma Örgütü |
| IMF | : | Uluslararası Para Fonu |
| ISIC | : | Uluslararası Standart Sanayi Sınıflaması |
| ISO | : | İstanbul Sanayi Odası |
| IT | : | Bilgi Teknolojisi |
| ÇUŞ | : | Çok Uluslu Şirket |
| MSCI | : | Morgan Stanley Capital International |
| NASDAQ | : | Amerikan Ulusal Menkul Kıymet Satıcıları Derneği Otomatik Teklifler |
| OPEC | : | İhraç Eden Ülkeler Örgütü |
| ROA | : | Aktif Kârlılık |
| SEC | : | ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu |
| SIC | : | İstatistiksel Endüstri Sınıflandırması |
| TFV | : | Toplam Faktör Verimliliği |
| TIP | : | Yatırım Karşılıklarını İçeren Anlaşmalar |
| UNCTAD | : | Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı |

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Dünya ekonomisinde doğrudan yabancı yatırım (DYY) seviyelerinde gözlenen artışlar akademik literatürde, “yabancı sahipliği” kavramının gittikçe önem kazanmasına neden olmaktadır. Küreselleşmeyle birlikte doğrudan yabancı yatırımlar hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin politika yapıcılarını tarafından son derece cazip olarak algılanmaktadır (Alvarez ve Gorg, 2007). Küreselleşmenin getirmiş olduğu faydalar özellikle 2000’li yıllara girerken giderek daha belirgin hale gelmiş; malların, hizmetlerin, insanların ve sermayenin uluslararası sınırlar boyunca artan hareketi, gelişmekte olan birçok ülkenin hızlı ve sürdürülebilir ekonomik büyüme elde etmesine yardımcı olmuştur (Harding ve Javorcik, 2011).

Sadece ulusal ölçekte değil, aynı zamanda dolaylı olarak küresel ölçekte de geniş anlamda etkili olan bu gelişmeler, kuşkusuz iktisat bilimi açısından araştırma yönüyle de her zaman önemli olmuş ve merak uyandırmıştır. Ayrıca, bu alanın temel bileşenlerinden olan yerli ve yabancı firmaların piyasalardaki hareketliliği de (firma ömrü, giriş çıkışı, verimliliği vs.) ülke ekonomisinin önemli göstergelerinden biri haline dönüşmüş durumdadır. Bu durum da iktisatçılar için önemli bir araştırma alanı haline gelmiştir.

Yabancı sermayeli firmalar kriz veya ekonomik yavaşlamalarda yerel firmalara göre daha iyi mi tepki vermektedir? Küresel krizler incelendiğinde bu sorunun cevabı ülkelere, gelişmişlik düzeylerine, dış ticarete olan açıklığına, ülkenin ekonomik ve kurumsal yapısı gibi birçok faktöre değişmektedir.

Çok uluslu şirketlere bağlı kuruluşların giderek artan ekonomik önemi ve dünya çapındaki sınır ötesi ekonomik faaliyet akışları mevcut firmaların dikkatini çekmektedir. Dolayısıyla mevcut firmaların, yabancı sahiplik, DYY vs. politikalarında karar alma sürecini olumlu yönde etkilemek için sağlam verilere ihtiyaçları vardır. Yabancı mülkiyete bağlı herhangi bir dışsallığa dayanan kararlar, yabancı firmalar ve yerli meslektaşları arasındaki performans farkları hakkında kapsamlı bilgiye dayanmalıdır (Gelübcke, 2013).

Tez planı şu şekilde düzenlenmiştir: 1. Bölüm’de tez konusunun önemi, sorusu ve evreni sade bir şekilde açıklanmakta olup bunun yanında kavramsal çerçevede kullanılan tanımlar incelenmiştir. 2. Bölüm’de teorik altyapı ve literatür taraması yabancı ve yerli sahiplik oranlarına sahip firmaların karşılaştırmalı performansları üzerine finansal performans açısından teorik ve ampirik literatürün incelenmesi yer almaktadır. 3. Bölüm’de araştırmamızın önemli bir unsuru olan kriz kavramı ve dönemleri incelenecektir. 4. Bölüm’de ise veri, yöntem ve analiz detaylı

bir şekilde incelenmiş ve bulgular yorumlanmıştır. Ve son olarak 5. Bölüm’de sonuç ve değerlendirme kısmı yer almaktadır.

1.1. Problem Durumu

Çalışmada, firmaların performansı yabancı sahipliklerine göre ayrılmaktadır. Giriş bölümünde belirtildiği gibi, yabancı sermayeli firmalar yabancı mülkiyet haklarını kullanabilir ve ekonomik yavaşlamalarda yerli firmalardan daha iyi tepki verebilirler. Ancak, piyasaya yönelik yabancı sermayeli firmalar, yerli firmalarla aynı şekilde etkilenebilirken, ihracata yönelik yabancı sermayeli şirketler, operasyonlarında iç finansmandan daha az bağımlı olabilirler. Bu nedenle, piyasaya yönelik yabancı sermayeli firmalar, özellikle yerli firmalardan farklı bir şekilde etkilenmeyebilir.

1.2. Problem Cümlesi

Bu tez, Türkiye’de, İstanbul Sanayi Odası (ISO) tarafından her yıl açıklanan “En İyi 500 Türk Sanayi Şirketi” listesinde yer alan kamu ve özel sektör imalat şirketleri arasından seçilen yabancı sermayeli firmaların performanslarını incelemektedir. 2001 yerel ve 2008 küresel finansal kriz dönemlerindeki firmaların performanslarını karşılaştırmak amacıyla 1995-2017 örneklem dönemi ele alınmıştır. Firma performansını ölçmek amacıyla firma satışları ve firmada istihdam edilen işçi sayısı olmak üzere iki değişken seçilmiştir. Yerel ve küresel ekonomik kriz dönemlerinde firmaların gösterdiği tepkiler hakkında çok az şey bilinmektedir. Bu durum ülkelerin firma düzeyindeki durumlarının, resesyondan hızlı bir şekilde toparlanabilmesinin nedenini anlamak için hayati öneme sahiptir (Alvarez ve Gorg, 2007).

1.3. Araştırmanın Amacı

Bu çalışma, Alvarez ve Gorg’un 2007 yılında Şili’nin ekonomik durgunluğa girmesi dolayısıyla uyguladıkları ekonometrik modele dayandırılmıştır. Dolayısıyla bu tezin orijinal katkisi, firma bazlı verilerle yerel ve global ölçekteki iki krizi karşılaştırarak, çok uluslu şirketlerin ve yerel firmaların ekonomik krize tepkisini karşılaştırmalı ve ayrıntılı olarak incelemektir.

Bu çalışmanın amacı firma sahipliğindeki yabancı mülkiyetin Türkiye’deki firmaların performansı arasındaki ilişki özellikle kriz dönemlerinde araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda

kriz dönemlerinin ve farklı yabancı mülkiyet düzeylerinin performans sonuçları üzerinde farklı etkileri olup olmadığı analiz edilmiştir. Özelinde de kriz etkisi üzerinde çalışılmıştır, Veriler, 1995-2017 döneminde Türkiye'nin en büyük 500 şirketi arasında yer alan 68 firmadan oluşan bir panelden oluşmaktadır.

1.4. Araştırmanın Önemi

Bu tez çalışmasında, ülke için problem içeren ancak ekonomik araştırma ortamı için bir laboratuvar niteliğinde olan kriz dönemlerinde, çok uluslu şirketler ile yerli firmalar arasındaki istihdam artışındaki farklılıkları, bununla birlikte ihracat büyüme performansları ve tabii ki yabancı sahiplik (sermaye) oranları ve bu durumun ekonomik krizden nasıl etkilendiği birlikte incelenmektedir. Türkiye’de iki farklı dönemde (2001 ve 2008) oluşan kriz döneminde kullanılmak üzere büyük ölçekteki firmaları içeren yerli verileri kullanırken, çok uluslu şirketler için istihdam artışının iki farklı zaman diliminde yerli firmalarla farkların farkı (difference-in differences) yaklaşımını kullanarak hızlı büyüme ya da yavaşlama olup olmadığını araştırıyoruz.

1.5. Araştırmanın Sınırlılıkları

Dengeli panel oluşturulmuş bu bağlamda eksik gözlemlerin olması sebebiyle ulaşılan şirket sayısı 68 olmuştur. Bununla birlikte özellikle 2001 krizinin etkisi ölçmek için geriye gittiğimiz çalışmamızda 1995 yılı ve sonrasındaki 2000 yılına kadar olan zaman diliminde özellikle ekonometrik altyapı için kullandığımız firma değişkenlerinin eksikliklerinden dolayı firma sayımız bir miktar azaldı. Bununla birlikte firmaların 1995’ten beri yaşadığı isim değişiklikleri ve piyasadan çekilmeleri de araştırmamızda kullandığımız firma sayısının oluşmasında önemli bir etken olmuştur.

1.6. Tanımlar

Bu kısımda firmalardaki yabancı sahiplik terimini belirleyen doğrudan yabancı yatırım kavramı, dünyadaki gelişimi ve doğrudan yabancı yatırım ile bağlantılı gelişmeler ve bilgilerin yani sıra bu tez çalışmasında kullanılan imalat sanayii ile ilgili detaylar incelenecektir.

1.6.1. Yabancı Sermaye Sahipliği Kavramı

Doğrudan yabancı yatırımın ana bileşenlerinden biri olarak tanımladığımız “Mülkiyet Yapısı”, birden fazla perspektiften incelenebilir: yatırımcıların veya hissedarların tiyolojileri (yöneticiler, bireyler veya aileler, devlet, kurumsal yatırımcılar, şirketler, vb.), öz kaynaklarının menşei (yerli sermaye, yabancı sermaye) veya mülkiyet konsantrasyon derecesi bu kapsamda söylenebilir. Yabancı sermayeli şirketler, sermayeleri tamamen veya kısmen yabancı yatırımcıların dahil olarak verdikleri katkılarından oluşan şirketlerdir. Yabancı mülkiyete sahip şirket terimi, en sık doğrudan yabancı yatırım terimiyle ilişkilendirilir.

1.6.2. Doğrudan Yabancı Yatırım

Doğrudan yabancı yatırım, yerleşik bir varlık ile yerleşik olmayan bir varlık arasında uzun bir yatırım ilişkisidir. Kural olarak, yatırımcının yatırım yaptığı işletme üzerinde önemli bir yönetsel etkiye sahip olduğu anlamına gelmektedir. Yabancı sermayeli şirketler, bir ülkedeki doğrudan yabancı yatırımların ana biçimini temsil etmektedir. Bunlar genellikle bir kalkınma, modernleşme ve ekonomik büyüme kaynağı olarak algılanmaktadır.

Sermaye piyasalarının açılması ve sınır ötesi yatırımların serbestleştirilmesi, ülkeler arasında sermaye akışında çarpıcı artışlara neden olmuştur. Bu sınır ötesi sermaye akışları doğada çok heterojendir ve küresel ekonomiye ve ülkelerin iç ekonomisine olan etkilerinin kendi özel doğaları temelinde anlaşılması gerekmektedir. Son sınır ötesi sermaye akışlarının belirgin bir özelliği, doğrudan yabancı yatırım (DYY) akışlarındaki önemli artıştır.

20. yüzyılın başlarında gelişmekte olan ülkelere yönelik DYY, temel olarak doğal kaynakları kullanmak ve demiryolları inşa etmekle motive olmuş olsa da doğrudan yabancı yatırımlar, giderek daha fazla verimlilik (örneğin, 1960'lardan itibaren Doğu Asya'da tekstil ve giyim, Asya ve Latin Amerika'da otomobil endüstrisi) ve stratejik varlık arayan DYY (örneğin Singapur ve Malezya'daki teknoloji faaliyetleri) durumuna gelmiştir. Sektörel DYY ve sektörel kompozisyon eğilimleri, gelişmekte olan ülke ve bölgeye göre farklılık göstermektedir. Bazı Asya ülkeleri, imalatta (elektronik eşya, tekstil) diğer gelişmekte olan ülke bölgelerinden daha fazla verimlilik arayan bir DYY almayı başarmıştır (Aghion ve Howitt, 1998).

Doğrudan yabancı yatırımları belirleyen birçok farklı faktör vardır ve birçok farklı değişken olduğu göz önüne alındığında, bireysel faktörleri izole etmek zordur. Aynı zamanda bu durum endüstri türüne de bağlıdır. Örneğin, imalat sektöründeki DYY'de düşük ücret maliyetleri, emek yoğun bir sektör olduğu için önemli iken, hizmet sektörü için olan doğrudan

yabancı yatırımda ise makroekonomik istikrar ve politik açıklık daha önemli olma eğilimindedir (Pettinger, 2017).

DYY, yukarıdaki tüm kanallardan ekonomik büyümeyi etkileyerek, geleneksel büyüme hesaplaması bağlamında faktörlerin veya üretimin miktarlarını artırarak (doğrudan veya dolaylı olarak yerel tedarikçiler ve rakiplerle birlikte) veya bu faktörlerin kullanıldığı verimliliği artırarak ekonomik büyümeye etki etmektedir. DYY'nin yeni fikirlerin kazanıldığı bir değeri temsil ettiği endojen büyümede (örneğin Aghion ve Howitt, 1998) açıklandığı gibi, üstün teknolojiyi kullanmak veya yüksek üretkenlik alanlarına veya üretkenlik artışlarına ulaşmak esasen önemli olan konudur. Uzun vadede, doğrudan yabancı yatırım kaynaklı verimlilik değişikliği, uzun vadeli ekonomik büyüme (örneğin yerel kapasitelere yayılma yoluyla) için önemlidir, ancak doğrudan yabancı yatırım kaynaklı faktörlerin artması geçici olarak büyümeyi artırabilir (Te Velde, 2006).

Doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörler: Ücret oranları, Emek becerileri, Vergi oranları, Ulaştırma ve altyapı, Ekonominin büyüklüğü / büyüme potansiyeli, Emtialar, Siyasi istikrar / mülkiyet hakları, Döviz kuru, Kümeleme etkileri, Serbest ticaret bölgelerine erişim olarak sayılabilir (Gelübcke, 2013).

Doğrudan yabancı yatırımlardaki artışla birlikte, gelişmekte olan pazarlarda ve özellikle Türkiye'de yerli firmalarda toplam yabancı sermaye yüzdesi artmıştır. Yabancı mülkiyetin avantajları nedeniyle, şirket kârlılığının yurt içinde sahip olunan firmaların aksine iyileştirilmesi beklenmektedir. Bu konuda yürütülen ampirik çalışmalar çelişkili sonuçlar göstermektedir (Vural-Yavas ve Erdogan, 2016).

Son yirmi yılda uluslararası sermaye akışları üzerindeki sınır ötesi kısıtlamaların kaldırılması yönünde kaydedilen önemli ilerleme, bütünleşik bir dünya ekonomisine doğru eğilimin doğrudan yabancı yatırım faaliyetinin büyümesini artırdığını göstermiştir. Birçok ülke tarafından sermaye kontrollerinin genel olarak gevşetilmesine ek olarak, Avrupa ekonomik entegrasyon süreci, doğu Avrupa pazarlarının açılması ve küresel özelleştirme dalgasıyla sınır ötesi yatırımlar teşvik edilmiştir. Her ne kadar bu kayda değer küresel yatırım etkinliği, uluslararası genişlemeden kaynaklanan sinerji kazanımlarını öngören içselleştirme teorisi (Caves, 1971; Buckley ve Casson, 1976; Dunning, 1973) ile geniş ölçüde tutarlı görünse de coğrafi çeşitlendirmenin şirketler için daha kârlı olup olmadığı belirsizliğini korumaktadır. Firmaların ana odakları, esas ilgi alanlarının temelini oluşturan iş akışında, üretimde buldukları diğer yan iş dallarını genişleten şirketlerden daha fazla büyütme olmuştur. Dolayısıyla, bu çalışmadaki amaçlardan biri de piyasaların içselleştirilmesinden kaynaklanan

sinerji kazanımlarının, şirketlerin çekirdek (ana/esas) veya çekirdek olmayan iş çevresindeki coğrafi çeşitlilik noktasında daha belirgin olup olmadığını incelemektir.

Küresel ve bölgesel doğrudan yabancı yatırım eğilimlerini izleyerek ve ulusal ve uluslararası yatırım politikalarındaki gelişmeleri belgeleyerek politika yapıcılarını destekleyen Dünya Yatırım Raporu'na (WIR, 2019) göre kapsayıcı sürdürülebilir kalkınma, sınır ötesi yatırımlara elverişli bir küresel politika ortamına bağlıdır.

Doğrudan yabancı yatırım (DYY) dünya ekonomisinde önemli bir rol oynamaktadır. 2014 yılında DYY stoku, finansal krizden önceki üç yıldaki ortalama 14 trilyon ABD doları seviyesinin üstüne çıkarak, 26 trilyon ABD dolarının üzerinde bir hacme ulaşırken, yabancı işbirliklerin istihdamı ise 75 milyona ulaşmıştır (UNCTAD, 2015). DYY'nin dünyadaki yaygınlığı ve popüleritesi, DYY'nin ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerinin analiz edilmesini ve özellikle de sistematik varlığın değerlendirilmesi amacıyla, yerli sermayeli şirketler ile karşılaştırıldığında yabancı kontrollü firmaların performanslarının birbirleriyle karşılaştırılmasını motive etmektedir. Özellikle yabancı iktisattan kaynaklanan farklılıkların yarattığı farklar esas ilgilenilen alanlardan biridir. Dolayısıyla bu olgu (DYY), yabancı yatırımları çekmek veya caydırmak için politikaların uygulanmasına analitik destek verebileceğinden ekonomik politika için özellikle ilgi konusudur (Bentivogli ve Miranda, 2016).

Gelişmekte olan ekonomilerde, doğrudan yabancı yatırım girişleri 671 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam, doğrudan yabancı yatırım çıkışlarının iki katıdır (381 milyar dolar). Asya ve Okyanusya'daki gelişmekte olan ekonomiler, gelişmekte olan tüm ekonomik girişlerin üçte ikisinden ve bunların çıkışlarının yüzde 90'ından fazlasını oluştururken, gelişmiş ekonomiler ise bu durumun aksine, aldıklarından daha fazla DYY üretmektedirler. Bu ekonomiler, 2017 yılında 712 milyar ABD doları giriş ve 1 trilyon ABD doları çıkış kaydetmiştir. Küresel DYY, 2017'de %23 azalırken, gelişmekte olan ekonomiler, başlattıklarından iki kat daha fazla DYY almıştır (UNCTAD, 2018).

Firmaların ileriye dönük harcama planlarını gösteren ve bir ana şirketin farklı bir ülkede kendisine işbirlikler kurarak faaliyetlerini sıfırdan oluşturduğu bir tür doğrudan yabancı yatırım turu olan Greenfield (Investopedia, 2019) projeleri, yeni üretim tesislerinin inşasına ek olarak, yeni dağıtım merkezleri, ofisler ve yaşam alanları da inşa etmeyi de içerebilir. Greenfield proje duyuruları, DYY'nin 2018'de, 2017'deki düşük seviyesine göre yüzde 41 artışla yükselişine işaret etmektedir. Aynı proje duyuruları, DYY'nin 2019 yılı sonunda, vergi reformlarının etkisinin azalmasıyla birlikte gelişmiş ekonomilerde toparlanma sürecine gireceğini öngörmüştür. Buna rağmen, küresel doğrudan yabancı yatırım projeksiyonları, son 10 yıldaki

ortalamanın altında kalarak yalnızca yüzde 10 ile yaklaşık 1,5 trilyon dolar tutarında ılımlı bir toparlanma göstermektedir. Buna göre temel DYY eğilimi zayıf kalmaktadır ve buna ek olarak ticari gerilimler 2019 ve sonrası için aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Temel DYY eğilimi 2008'den bu yana anemik bir büyüme göstermiştir. Vergi reformları, mega anlaşmalar ve değişken finansal akışlar gibi bir kerelik faktörlerin DYY neti, 2000–2007'deki yüzde 8'lik değerle karşılaştırıldığında, son on yılda, yıllık yüzde 1'lik bir büyüme gerçekleştirdiği görülmüştür. Bu oran 2000'den önceki oran olan yüzde 20'den daha büyük bir oranı göstermektedir (WIR, 2019).

Aynı raporda yine gelişmekte olan Asya'ya doğrudan yabancı sermaye girişinin, 2018'de yüzde 4 artarak 512 milyar dolara ulaştığı belirtilirken, büyüme çoğunlukla Çin, Hong Kong, Singapur, Endonezya ve diğer ASEAN ülkelerinde ve bu ülkelere ek olarak Hindistan ve Türkiye'de gerçekleşmiştir. Asya, 2018'de küresel girişlerin %39 oranında çeken dünyanın en büyük DYY alıcı bölgesi olmaya devam etmiştir. Güney Asya'ya yapılan DYY girişleri ise, perakende satış, e-ticaret ve telekomünikasyon da dâhil olmak üzere Birleşmeler ve Satın Almalardaki artışın da etkisiyle Hindistan'daki yatırımlarla %6'lık artışla artarak 54 milyar dolara yükselmiştir. Batı Asya'da ise, yatırımlarda %3'lük bir artışla 29 milyar dolara yükselen DYY değerleri, 10 yıllık düşüş eğilimini neredeyse tamamen durdurmuştur. En büyük artışların Türkiye ve Suudi Arabistan'da kaydedildiğini belirten raporda, 2018'de 40 yeni Uluslararası Yatırım Sözleşmelerinin (IIA) imzalandığı belirtilmiştir. Yeni antlaşmalar, 30 iki taraflı yatırım anlaşması (BIT) ve yatırım hükümleri ile 10 yatırım karşılıklarını içeren anlaşma (TIP) sözleşmesi içerirken, IIA'ları sonuçlandırmak için en aktif olan ülke sekiz BIT ile Türkiye'dir, ardından Birleşik Arap Emirlikleri altı BIT ve Singapur'da beş antlaşma ile (iki BIT ve üç TIP) gelmektedir.

Doğu Asya'ya yapılan akışlar 2018'de yüzde 4 artarak 280 milyar dolara yükseldi, ancak bu değer 2015'in zirvesi olan 318 milyar dolarlık miktarın önemli ölçüde altında kaldı. Çin'e girişler yüzde 4 artışla tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 139 milyar doları buldu. Güneydoğu Asya'ya akışlar ise yüzde 3 artarak 149 milyar dolar oldu. Yatırım çeşitliliği ve Çin'den gelen üretim faaliyetinin yeniden konumlandırılması da dahil olmak üzere diğer Asya ekonomilerinden yapılan sağlam yatırım, bölgedeki DYY büyümesini destekledi. Güçlü ASEAN içi yatırımlar da eğilime katkıda bulunurken, Singapur bu konuda bölgesel bir yatırım merkezi olarak önemli bir rol oynadı.

2017 yılında sonuçlanan yeni uluslararası yatırım anlaşmalarının sayısı 1983'ten bu yana en düşük seviyededeydi. Ülkeler, 18 yeni IIA - dokuz ikili yatırım anlaşması ve dokuz yatırım sözleşmesi anlaşması imzaladı. En aktif ekonomi olan Türkiye, dört antlaşma imzaladı;

ardından Hong Kong ve Çin ikinci oldu. Ocak ve Mart 2018 arasında üç ek IIA imzalandı (UNCTAD, 2018). Afrika'ya yapılan DYY, 2018'de küresel düşüş eğilimine meydan okudu. 2016 ve 2017 yıllarında art arda azaldıktan sonra yüzde 11 artışla 46 milyar dolara yükseldi. Kenya, Fas ve Tunus gibi birkaç ekonomi, çeşitlendirilmiş yatırımlarda cesaretlendirici bir artış gördü. Güney Afrika'daki doğrudan yabancı yatırım birkaç yıl süren düşük seviyeli girişlerden sonra ciddi bir toparlanma gösterdi. Buna karşılık, Nijerya, Mısır ve Etiyopya dâhil olmak üzere diğer büyük alıcıların bazılarında yapılan yatırım 2018'de düşmüştür.

2017 yılında başlayan toparlanma ve dış etkenler büyüme beklentilerini azalttığı için, DYY, Latin Amerika ve Karayipler'de 2018'de yüzde 6 oranında azalarak 147 milyar dolara düşmüştür. Latin Amerika'daki Çok Uluslu Şirketlerin (ÇUŞ) dışa dönük yatırımları, 2018'de Brezilya'nın olumsuz yatırım performansı ve Şili'nin düşük yatırımları nedeniyle 6,5 milyar dolarlık rekor seviyeye gerilemiştir

2018'de Güneydoğu Avrupa'nın geçiş ekonomilerine ve Bağımsız Devletler Topluluğu'na (BDT) doğrudan yabancı sermaye akışı, arka arkaya iki yıl için düşüş göstermiştir. Bölgeye yapılan yatırım yüzde 28 düşerek 34 milyar dolara gerilemiştir. Bu daralma, ülkedeki en büyük ekonomi ve en büyük alıcı olan Rusya Federasyonu'na yapılan akışın yarıya indirilmesiyle gerçekleşirken; kısmen, uluslararası yatırımlar ve diğer yatırımların üçe katlanmasını azaltmaya yönelik yerel politikalar nedeniyle 26 milyar dolardan 13 milyar dolara gerilemiştir. Bölgedeki diğer daha büyük alıcılardan bazıları- Azerbaycan, Kazakistan ve Ukrayna- da azalan girişlerde bulunurken, buna karşılık, akışlar Güneydoğu Avrupa'da, özellikle Sırbistan ve Kuzey Makedonya'da devam etmiştir (WIR, 2019).

Gelişmiş ekonomilere yapılan DYY akışları, art arda üçüncü yıl da düşüş göstermiş ve %27 oranında azalarak 557 milyar dolara gerilemiştir. 2017'deki düşüş, esas olarak azaltılmış "birleşme ve satın alma" (M&A) aktivitesinden kaynaklanırken, 2018'deki ana faktör, ABD'de çok uluslu şirketlerin vergi reformlarını takiben birikmiş kazançlarını geri göndermesinden ileri gelmektedir. Gelişmiş ekonomilerde gerçekleşen çıkışlar %40 düşüşle 558 milyar dolara geriledi. Avrupa ekonomilerindeki çıkışlar arttı, ancak Amerika Birleşik Devletleri'ndeki çıkışlar 64 milyar dolarlık net bir elden çıkarmaya düştü (2017'den 364 milyar dolarlık bir düşüşe işaret ediyor). Avrupa'ya girişlerde ise, 1997'den bu yana en düşük seviye olan 172 milyar dolara geriledi. ABD, İrlanda ve İsviçre gibi ABD için önemli ev sahibi ekonomilerdeki doğrudan yabancı yatırım negatif oldu (ABD'de fonların ev sahibi ülkeler için negatif girişi temsil ettiği için). Çok sayıda ABD menşeli çok uluslu şirkete de ev sahipliği yapan Birleşik Krallık 'ta, şirketlerin üçte birinden daha fazla sözleşme yapılırken, Hollanda, Avrupa'nın en büyük doğrudan yabancı yatırım müşterisi oldu. Bunu İngiltere ve İspanya izledi.

DYY, 47 az gelişmiş ülkeye (LDC) giriş yapmış olup; yüzde 15'lik bir artışla, küresel DYY'nin yüzde 1,8'ini oluşturmuştur. Afrika'da bulunan az gelişmiş ülkelerde ise DYY, 2017'de tarihi düşük seviyeyi gördükten sonra 2018'de 12 milyar dolara (yüzde 27) çıksa da 2012-2016 yılları arasında yüzde 40 olan yıllık ortalama seviyesinin altında kaldı. Buna karşılık, Bangladeş'in önderliğinde (yüzde 68 artışla 3,6 milyar \$ 'a), Asya ve Okyanusya'da bulunan az gelişmiş ülkelerdeki, doğrudan yabancı sermaye akışında yeni bir artış kaydedilmiştir (yüzde 8 ila 12 milyar \$) (UNCTAD, 2019).

Son gelişmeler, 2018 yılında, küresel DYY akışlarının, 2017 yılına göre %27 oranında azalarak 1,097 milyar ABD doları olduğunu göstermiştir. Bu durum, 1999'dan bu yana en düşük seviye olan küresel GSYH'nin%1,3'ünü temsil ediyor. Düşüş, büyük ölçüde ABD'nin ana şirketlerinin yabancı iştiraklerle elde edilen büyük miktardaki kazancı geri göndermelerini sağlayan 2017'deki ABD'nin vergi reformu nedeniyle gerçekleşmiştir. Bu, geri dönüşlerin ABD'nin çok uluslu şirketlerinin dış operasyonları üzerindeki etkisinin kısa vadede asgari düzeyde olması anlamına gelmektedir. Bunun nedeni ise şirketlerin gerçek varlıklarının aksine finansal satışı veya elden çıkarmalarının söz konusu olmasıdır. Vergi reformunun uzun vadeli etkilerini tahmin etmek ise daha zordur. ABD dışına doğrudan yabancı sermaye girişi 2018 yılının ikinci yarısında devam ederken, ilk yarıdaki negatif değerle bir nebze geri kazanılmıştır. Ancak, ABD dış yatırımının dış iştiraklerdeki yeniden yatırım yatırımlarının azalması nedeniyle ileride daha düşük olması ise muhtemel gözükmektedir. Diğer yandan üst üste iki yıl için Çin'de, doğrudan yabancı yatırım çıkışlarında düşüş kaydedildiği görülmektedir (OECD, 2019).

1.6.3. Firma Sahipliği ve Firma Performansı Arasındaki İlişki

Bir firmanın mülkiyet yapısı, çeşitli sebeplerden dolayı performansını etkilemektedir. İlk olarak, sahipler arasında kimlik, konsantrasyon ve kaynak donanımlarındaki farklılıklar, göreceli güçlerini, teşviklerini ve yöneticileri izleme yeteneklerini belirler. Şirketler, bireyler, bankalar, yatırım fonları ve devletlerin payları bu fenomenin iyi bilinen örnekleridir. İkincisi, mal sahiplerinin farklı hedefleri olduğu için, firma performansı üzerinde farklı etkileri vardır. Örneğin, finansal yatırımcılar yatırımlarının kısa vadeli getirileriyle ilgilenebilirken, kurumsal yatırımcılar uzun vadeli bir ilişki kurmaya daha yatkın olabilir.

Douma vd. (2006), yabancı mülkiyeti yabancı kurumsal ve yabancı şirket paylarına ayırmanın gerekliliğinin altını çizirken, bu iki hissedar (sahiplik) kategorisinin ayrı ayrı görülmesi ve analiz edilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Kurum ve kuruluşların yatırımlarını

düzenleyen temel dinamiklerin çok farklı olduğunu belirten Douma vd., bulgularında, yabancı kurumsal yatırımcıların firma performansı üzerindeki etkisinin kesin olmadığı gerçeğini göstermektedirler. Yabancı kurumsal işletmelerin üstün izleme yetenekleri, kaynak donanımları ve kurumsal ortamı kullanma avantajları için kullandıkları becerilere dayanarak elde ettikleri belirtilmiştir ancak, bu hisse senetlerinin, gelişmekte olan ekonomi firmalarının karşılaştığı tüm izleme ve performans rahatsızlıklarının derde deva olmadığı kabul edilmektedir. Hintli firmaların yalnızca küçük bir kısmı yabancı şirket payına sahip olsa da bireysel firmalardaki payları önemlidir. Sonuç olarak, yerli şirketlerin büyük bir pay bloğuna sahip oldukları ve yerel finansal kurumların aksine, izleme yetenekleri ve teşviklerinin büyük ölçüde üstün olduğu gerçeğine bağlı olarak yaşamlarını sürdürdükleri gerçeği önem kazanmaktadır.

Yabancı sermayeli firmalar yabancı mülkiyet haklarını kullanabilir ve ekonomik yavaşlamalarda yerli firmalardan daha iyi tepki verebilirler. Ancak, piyasaya yönelik yabancı sermayeli firmalar, yerli firmalarla aynı şekilde etkilenebilirken, ihracata yönelik yabancı sermayeli firmalar, operasyonlarında iç finansmandan daha az bağımlı olabilirler. Bu nedenle, piyasa odaklı yabancı sermayeli firmalar, özellikle yerli firmalardan farklı bir şekilde etkilenmeyebilir. Bu yüzden, mülkiyetin firma performansı üzerinde büyük bir etkisi olmasından ötürü, firmalar sahip oldukları yabancı payına göre değerlendirilecektir. Tüm bu gelişmeler ışığında, ekonomik anlamda oluşan bu farklı değerlendirmelerin ve farklı firma yapılarının, iktisadi istikrarsızlıklarla beraber, firmaların performansını nasıl etkilediği incelenecektir. Bu bağlamda, firmalardaki yabancı sermaye oranlarının etkisine göre gösterdikleri tepkiler üzerine yoğunlaşılacak, firmalar yabancı sahipliklerine göre ayrılarak sınıflandırılacak ve incelenecektir.

1.6.4. İmalat Endüstrisi Kavramı

İmalat endüstrisi, ürünlerin imalatında ve işlenmesinde yer alan ve yeni malların oluşturulmasında ya da katma değer sağlamada kullanılan endüstrileri ifade etmektedir. İmalat sanayi, gelişmiş ülkelerde sanayi sektörünün önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Nihai ürünler, müşterilere satış için bitmiş bir mal veya üretim sürecinde kullanılan ara mallar olarak hizmet verebilir. 19. yüzyılda Batı ülkelerinde teknolojik ve sosyoekonomik dönüşümlerin meydana gelmesiyle imalat sanayii ortaya çıkmıştır. Yaygın bir sanayi devrimi olarak bilinen bu olgu, İngiltere'de başlamış olup, emek yoğun tekstil üretiminin yerini mekanizasyon ve yakıt kullanımını almasıyla devam etmiştir.

İmalat sanayileri, bir ekonominin “ana varlık” üreten sektörleridir. Bu endüstriler, üretim süreci yönetimi olarak bilinen çeşitli teknolojiler ve yöntemler kullanırlar. İmalat endüstrileri genel olarak mühendislik endüstrisi, inşaat endüstrisi, elektronik endüstrisi, kimya endüstrisi, enerji endüstrisi, tekstil endüstrisi, yiyecek ve içecek endüstrisi, metal işleme endüstrisi, plastik endüstrisi, nakliye ve telekomünikasyon endüstrisi olarak kategorize edilir.

İmalat sanayileri, işgücünün büyük bir bölümünü kullandıkları ve ulusal altyapı ve savunma gibi stratejik öneme sahip sektörlerin gerektirdiği malzemeleri ürettiğinden ekonomi için çok önemlidir. Bununla birlikte, bazı imalat sanayileri, bazı alanlarda büyük sosyal maliyetleri olan olumsuz dışsallıklar da ürettiği için bazı durumlarda ulus için faydalı olmadığı durumlar da söz konusu olabilir. Bu tür endüstrilerin gelişmesine izin vermenin maliyeti, bazı durumlarda onlar tarafından üretilen faydaları bile geçebilmektedir (Arthur, 2018). Ancak genel toplamda bir ekonominin en önemli katalizörlerinden biri olan İmalat Sanayi, içeriği ve içinde bulundurduğu önemli kalemlerle araştırılmaya değer görülmektedir.

Dünyadaki yeni gelişen teknolojiler sayesinde, dünya imalat sanayii bu durumdan etkilenmiş ve kullanım alanına yeni teknolojiler eklemiştir. Ekonomistler, dünya imalat endüstrisini çok fazla zenginlik üreten bir sektör olarak görmüşlerdir. İstihdam yaratma, en yeni teknikleri tanıma, gönderilerden gerçek kazançlar vb., dünya imalat sanayiini uygun bir konuma getirmiştir. Çevre dostu kavramının uygulanmasıyla, dünya imalat sanayii dünya çapındaki imalat sanayinin çevre dostu normlara uymasını sağlamak için çeşitli önlemler almıştır. Dünya imalat sanayii bir ülkenin savunmasında da önemli bir rol oynamaktadır. Ülkenin savunmasında hayati bir rol oynayan uçakları üreterek, havacılık ve uzay endüstrisi için adeta bir kalkan görevi görmektedir. İmalat sektörün içindeki diğer alt endüstriler, günlük yaşamımızda vazgeçilmez ürünler üretmektedir. Bununla birlikte, gayri safi yurtiçi hasıla GSYİH ile ilgili olarak, dünya imalat sanayi küresel ekonomiye olduğu kadar küresel GSYİH'ye de katkıda bulunmaktadır (Arthur, 2018).

Haraguchi (2016), üretimin ülke istihdamını artırma konusundaki toplam payının son beş yılda istikrarlı bir şekilde arttığını belirtmektedir. Geleceğe bakıldığında, BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) gibi kalabalık büyük ülkelerde yapılan son başarılı endüstriyel geliştirmenin, düşük ve orta gelirli ülkelerin emek yoğun sanayi geliştirmeleri için daha fazla alan bıraktığı belirtilirken, bu durumun, üretimi düşük ve düşük-orta gelirli ülkeler için belki de daha önemli olabileceği üzerinde durulmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere, üretimden uzaklaşmak ve sanayileşme yoluyla ekonomik gelişme yolunu bırakmak yerine, son yıllarda diğer ülkelerin hızlı sanayileşme deneyimini taklit etmeleri tavsiye edilmektedir (Arthur, 2018).

Gelişmekte olan ülkelerdeki imalatı geliştirmek için küçülme fırsatlarına dair oluşan algı ile birlikte imalatın ekonomik gelişim üzerindeki öneminin azalmasına rağmen, bu argümanları destekleyen kanıt olmadığını görülmektedir. 1990'dan sonra bile, gelişmekte olan ülkelerdeki imalat sektörü hala, ekonomik büyümenin itici gücü olarak nitelendirilebilecek koşullara uyuyordu. Özellikle de yüksek büyüme oranı elde etmek için imalat sektörü önemli bir yer tutarken, GSYH seviyesini ve 1970'ten 1990'a kadar olan toplam istihdam rakamlarını korumuştur (Haraguchi, 2016).

19. yüzyıldaki İngiltere'nin yükselişinden, 20. yüzyıldaki ABD, Almanya, Japonya ve SSCB'nin yükselişine, Kore, Tayvan ve şimdi Çin gibi yeni sanayileşen ülkelere kadar, üretim/imalat refahın anahtarı olmuştur. Dünyadaki “Büyük Güçler” küresel üretim teknolojisi ile birlikte üretiminin büyük kısmını kontrol eden ülkelerdir. Yani, sadece fabrikalara sahip olmak ve daha fazla mal üretmek yeterli değildir; malları yapan makinelerin de nasıl yapıldığını bilmeniz gerekir. O zaman gücün anahtarı aslında bir bakıma “üretim araçlarını” yapmaktır.

Doğrudan veya dolaylı olarak çoğu imalat, üretime bağlıdır ve sektörü canlandırmak, ‘Büyük Durgunluğu’ ortadan kaldırarak, on milyonlarca yeni iş sağlayabilir. OECD'ye göre, 2005 yılında, Japon imalat sektörü ekonomisinin %20,2'sini, Almanya'da %23,2'sini ve ABD'de %13,4'ünü oluşturuyordu. 2005 rakamlarını esas aldığımızda ABD, Japonya ile aynı oranlara sahip olsaydı, yaklaşık 7 milyon daha kaliteli, uzun vadeli, iyi ücretli işlere sahip olurduk. Hatta eğer Almanya ile aynı rakamlara sahip olsaydı, 10 milyondan fazla kişinin oluşturduğu yüksek kalitede iş imkânlarına sahip olurduk. Ekonomi Politikaları Enstitüsü'ne (EPE) göre, her bir üretim işi, ekonomideki neredeyse bir başka üç işi daha desteklemektedir (Roosevelt, 2011).

En son yaşanan kriz (2008) birçok analist için üretimin ölümü görüşünü güçlendirdi. Üretim istihdamı Aralık 2007'de en yüksek seviyeye ulaştı ancak Ocak 2010'a kadar iş oranında 2 milyonun üzerinde bir kayıp yaşandı. ABD Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu'na göre sanayi üretimi son durgunluk döneminde yaklaşık %21 azaldı (Aralık 2007- Haziran 2009 arasında). Bu düşüş ortalama durgunluk oranından çok daha fazlaydı (%6,7). İyileşme süresi de olağandışı şartlarda gerçekleşti. Tipik olarak, derin durgunlukları güçlü toparlanmalar izler, ancak mevcut toparlanma sırasında gerçek gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYH) büyümesi normalden daha zayıf oldu. Bununla birlikte, imalat sektörü oldukça sağlam bir toparlanma yaşamıştır. İhracat, imalattaki güçlü toparlanmayı körükleyen önemli bir faktör olmuştur. Ayrıca, bazı kanıtlar, Çin gibi deniz aşırı maliyetlerin artmasının, bazı üreticilerin dış üretiminin bir kısmını yerli tesislere dönmesine teşvik ettiğini ileri sürdü. Bu gelişme “yükseliş” olarak adlandırılmıştır. Buna göre, birçok politika yapıcı, ihracatın imalat sektörü için en iyi ilaçlardan biri olduğu fikrini geliştirmiştir. Bu görüş, ABD ihracatının %70'inden biraz daha fazlasının

mamul mal olduğu için makul bir şekilde görünmektedir. Bununla birlikte, imalat sektörünün de büyük ölçüde ithal edilen ara ürünlere bağı olduğu da görülmektedir (Kliesen ve Tatom, 2013).

Üretim neden önemli sorusuna Ezell ve Atkinson (2011), ABD ekonomisini baz alarak beş kilit nedenden ötürü kritik bir rol oynadığını belirtmektedir:

1. ABD'nin ticaret hesabını sağlıklı bir imalat sektörü olmadan dengelemesi son derece zor olacaktır.
2. Üretim, genel olarak iş büyümesinde anahtar faktördür ve birçok beceri seviyesindeki bireyler için önemli bir orta sınıf iş kaynağıdır.
3. Üretim ABD ulusal güvenliği için hayati öneme sahiptir.
4. Üretim, Ar-Ge ve inovasyon faaliyetlerinin ana kaynağıdır.
5. İmalat ve hizmet sektörleri ayrılmaz ve tamamlayıcı niteliktedir.

İmalat sektörü çok çeşitli olup farklı sektörlerden, teknolojilerden ve faaliyetlerden oluşmaktadır. Bunlar, ürettikleri ekonomik değer bakımından, belirli üretim faktörlerini (hammadde, fiziksel sermaye, maddi olmayan yatırım, vasıflı-vasıfsız emek ve bilgi) kullanımlarındaki farklılıklar ve üretebilecekleri değer açısından diğerlerinden önemli ölçüde farklılık göstermektedir.

İmalat sektörü çeşitli endüstrilerden oluşmaktadır. Endüstri istatistikleri için 2007 İstatistiksel Endüstri Sınıflandırması (SIC) kod sisteminde tanımlandığı haliyle tam liste aşağıdaki gibidir (BIS, 2010):

- Yiyecek, içecek ve tütün ürünleri
- Tekstil ve tekstil ürünleri
- Ağaç ve ağaç ürünleri
- Kâğıt hamuru, kâğıt ve kâğıt ürünleri
- Yayın ve basım
- Kok, petrol ürünleri ve nükleer yakıt
- Kimyasallar, kimyasal ürünler ve insan yapımı elyaflar
- Kauçuk ve plastik ürünler
- Diğer metalik olmayan mineral ürünler
- Temel metaller ve işlenmiş metal ürünler
- Diğer makine ve ekipmanlar
- Elektrik ve optik donanım
- Nakliye donanımları
- Diğer imalatlar

Avrupa ve Kuzey Amerika'daki birçok sanayileşmiş ülke, son 20-30 yıl boyunca imalat sektöründe istikrarlı bir düşüş yaşamıştır. Dış kaynak kullanımının Avrupa ekonomilerini istikrarsızlaştırdığı konusundaki artan endişeler arasında, politika yapıcılar büyük bir imalat sektörünün aslında aşağıdakileri de yapabildiğini öne sürdüler:

- i. Ar-Ge'yi artırmak,
- ii. İhracatı teşvik etmek
- iii. Verimliliği artırmak.

Son on yılda birçok gelişmiş ülkede imalat sektörünün uzun süreli düşüşüne tepki olarak, şu anda ekonomistler ve politika yapıcılar arasında imalat sektörünün canlanmasına yönelik ilgi artmaktadır. Özellikle Avrupalı politika yapıcılar, Avrupa'nın, özellikle de Ar-Ge yatırımı, verimlilik artışı ve ihracatı başta olmak üzere bir dizi çıktıya ilişkin ekonomik performansını artırmanın bir yolu olarak %20 üretim payı hedefi belirlemiştir (EPSC, 2015; Coad ve Vezzani, 2017).

İKİNCİ BÖLÜM

TEORİK ALTYAPI VE LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde ilk olarak tezin teorik altyapısını oluşturan içselleştirme teorisi ele alınacaktır. Bunun yanı sıra ilgili literatür taraması incelenecektir.

2.1. İçselleştirme Teorisi

İçselleştirme teorisi, doğrudan yabancı yatırımcıların, yerli rakipler için mevcut olmayan, firmaya özgü varlıklara sahip olduğunu belirtmektedir. Bu firmaya özgü varlıklar, üstün üretim süreçleri ve üstün ürünler gibi maddi varlıklar olabileceği gibi marka isimleri, yönetim bilgileri, pazarlama ağları ve çalışanların teknik bilgileri gibi maddi olmayan varlıklar da olabilir. Firmaya özgü varlıkların çoğunlukla maddi olmayışı yüzünden, onlar için bir pazar bulunmayabilir ve bu durum, firmanın bir lisans anlaşması için taraf bulmasını zorlaştırabilmektedir. Teori, çok uluslu şirketlerin firmaya özgü varlıklarını bulunduğu piyasaları ulusal sınırlar boyunca içselleştirerek ve yabancı bir ülkede yüksek işletme maliyetlerini telafi eden bu varlıklardan yararlanarak, kârı maksimize ettiğini göstermektedir. Varlıkların maddi olmayan duran varlık özelliği, bir başka ülkede kullanımının düşük marjinal maliyeti ile varlığın mobilitesini sağlamaktadır (Küçükosmanoğlu, 2010). İçselleştirme teorisinin en büyük gücü, çok uluslu şirketlerin seçimlerinin firma sınırlarını seçme, dış çevre ile bağlar kurma ve belirli bir örgütsel form seçme alanındaki etkililiğini ve etkinliğini değerlendirme konusundaki karşılaştırmalı kurumsal yaklaşımdır (Rugman ve Verbeke, 2008).

İçselleştirme teorisi, çokuluslu girişimin varlığını ve işleyişini açıklamasının yanında çok uluslu şirketlerin sınırlarını, dış çevre ile ara yüzünü ve iç organizasyonel tasarımını anlamaya katkıda bulunmaktadır. Uluslararası stratejik yönetim alanındaki çalışmaların çoğu maalesef içselleştirme-teori düşüncesini benimsememiştir ve bu durum karşılaştırmalı kurumsal yaklaşımın sağladığı görüşlerden yoksun kalmalarına neden olmuştur (Rugman ve Verbeke, 2008).

Doğrudan yabancı yatırımın nedenlerine dair fikir veren içselleştirme teorisi, firmaların yurtdışında yatırım yapma konusunda motive olduklarını, çünkü yerel firmaların kullanamayacağı üstün istisnai varlıklara sahip olduklarını savunuyor (Caves, 1974; Buckley ve Casson, 1976; Rugman 1981). Teori, bu firmaya özgü varlıkların, yabancı bir ortamda faaliyet göstererek ortaya çıkan yüksek maliyetleri telafi etmesi ve yabancı sermayeli şirketlerin

yerli sermayeli şirketlere kıyasla daha yüksek verimlilik ve karlılık göstermeleri gerektiğini önermektedir (Küçükosmanoğlu, 2010).

Çokuluslu şirketlerin (ÇUŞ) varlığı ve yabancı iştiraklerinin özellikleri, ekonomik literatür tarafından kapsamlı bir şekilde incelenmiştir. İçselleştirme teorisi olarak adlandırılan ÇUŞ 'ler hakkında en yaygın kabul gören teori (Caves, 1996), her iki konuda da bazı görüşler sağlamaktadır. ÇUŞ'lerin, yabancı pazarlarda üst düzey bir bilgiden (örneğin yönetimsel uzmanlık ve üstün teknolojik becerilerden) yararlanarak yabancı bir ortamda faaliyet göstererek ortaya çıkan yüksek maliyetleri telafi edebilmeleri için var olduğunu öne sürmektedir. Buna karşılık, ÇUŞ'lerin yabancı iştirakleri bu bilginin transferinden faydalanabildiği ve bu nedenle yerli şirketlere göre daha yüksek verimlilik ve kârlılık gösterebileceği belirtilmektedir. ÇUŞ'nin yan kuruluşlarının yerli şirketlere kıyasla daha üstün olduğu öne sürülen performansı, daha önce toplu veriler kullanılarak erken ampirik çalışmalarda yaygın olarak belgelenmiştir ve literatürde ÇUŞ'lerin biçimlendirilmiş bir gerçeği haline gelmiştir (Conyon vd., 2002).

Hem çokuluslu şirketler hem de geleneksel bilinenler üzerine ele alınan teori, yabancı firmaların yan kuruluşlarının yerel firmalardan daha verimli çalışması gerektiğine işaret etmektedir. Ancak, bu durumun farklı nedenlerle ortaya çıkabileceği belirtilmektedir. Aslında, bu durum ÇUŞ'lerin yabancı iştiraklerine devredilebilecek üstün yönetimsel ve/veya teknolojik yeteneklere sahip olması ile açıklanabileceği gibi ÇUŞ'lerin en iyi yerlileri edinmeleri/sahiplenmeleri veya en üretken endüstrilerde faaliyet göstermeleri tercihinin bir sonucu da olabilir. (Morck ve Yeung, 1992)

Uluslararası ekonomideki son gelişmeler, çokuluslu genişlemenin maddi olmayan duran varlıkların olamsından dolayı kaynaklandığını göstermektedir. İçselleştirme teorisi (Coase (1937), Hymer (1960: 1976), Caves (1971), Dunning (1973), Williamson (1975), Buckley and Casson (1976), Magee (1977) and Rugman (1981), bir firma maddi olmayan varlıklarının bir kısmı için piyasaları içselleştirerek değerini artırabildiğinde doğrudan yabancı yatırımın gerçekleşmesi gerektiğini öne sürer. Helpman (1984) bu tür varlıkların genellikle (1) teknolojik know-how; (2) pazarlama yeteneği ve ilgili tüketici itibarı ve (3) etkin ve tahsis edilmiş yönetim maddelerini içermesi gerektiğini belirtmiştir. İçselleştirme teorisi, bu tür maddi olmayan varlıkların kamusal malların bazı özelliklerine sahip olduklarını ve değerlerinin firma pazarlarının ölçeğiyle doğru orantılı olarak arttığını öne sürmektedir. Ayrıca büyük ölçüde tescilli bilgilere dayandıklarından, bilgi ekonomisinden ve kamusal mallar ekonomisinden kaynaklanan çeşitli nedenlerle bağımsız ve eşit koşullarda değiştirilemezler. Bu maddi olmayan varlıkların yurtdışında kullanılmasının potansiyel ek değerini anlamak için, bir firma onlar için piyasayı içselleştirmelidir.

Bu durum, uluslararası doğrudan yatırımlara katılarak gerçekleştirilebilir. Değerleme sağlayıcı bir firma, yurtdışındaki maddi olmayan varlıklarını uygulamaktan beklenen kazançların, genellikle önemli olan yabancı bir bağlı ortaklığın işletme maliyetini aşması durumunda bunu yapar. Çünkü yabancı bir iştiraki yürütmek, kültürel, politik ve yasal ortamlardaki mesafe ve farklılıklar nedeniyle genellikle yerel bir iştirak yürütmekten daha maliyetlidir. Daha yüksek maliyet, daha yüksek yönetsel kontrol maliyetleri şeklinde kendini gösterebilir (Ethier and Horn (1990). İçselleştirme teorisi, önemli maddi olmayan varlıklara sahip firmalar yurtdışında genişlediğinde, bu maddi olmayan varlıkların uygulandığı artan ölçek nedeniyle hissedarların servetinin arttığını göstermektedir. Son çalışmalar (Helpman, 1984; Ethier, 1986; Horstmann ve Markusen, 1987) içselleştirme teorisini ticaret teorisine bağlamıştır. Bu makaleler, çokuluslu firmaların kamu malı gibi davranan bir üretim faktörüne sahip olduğu ön kabulüne dayanan ticaret modelleri geliştirmektedir. İçselleştirme teorisinin popüleritesi ve ticaret teorisine yakın zamanda dahil edilmesi göz önüne alındığında, fikri ampirik soruşturmaya tabi tutmak önemlidir. Uluslararası genişlemenin hangi sebeple oluştuğuna dair birkaç başka makul teori vardır. Doğrudan uluslararası portföy çeşitlendirmesinin önünde engeller olduğu öne sürülmüştür. Çok uluslu şirketler hissedarlarına yurtdışındaki doğrudan yatırımları ile uluslararası çeşitlendirme fırsatları sunmaktadır (Agmon and Lessard, 1977). Çok uluslu şirketlerin bazı yabancı ülkelerde daha düşük vergi oranlarından yararlandığına dair kanıtlar vardır (Grubert and Mutti, 1991). Diğerleri, ucuz işgücü veya hammaddelere daha doğrudan erişimin uluslararası genişleme için bir motivasyon olabileceğine işaret etmektedir. Tüm bu teoriler, doğrudan yabancı yatırım gerçekleştiğinde bir firmanın değerinin arttığını göstermektedir.

Özünde, içselleştirme teorisi, ÇUŞ davranışının analizinde karşılaştırmalı bir kurumsal yaklaşımdır. İçselleştirme teorisi, ekonomik bağımlılıkları yönetmek için alternatif yönetim mekanizmalarının görece verimliliğini ve etkinliğini değerlendirmeyi sağlar. ÇUŞ, iştirakler arasında ve ana kuruluş ile iştirakler arasında çeşitli güçlü ve zayıf bağları olan bir ağ olarak modellendiğinde, bu ekonomik karşılıklı bağımlılıkları ulusal (ve kavramsal olarak bölgesel) sınırları kapsar. Bu, ÇUŞ'nin işleyişi ve organizasyonu için verime dayalı, olumlu bir açıklamadır. Bu haliyle, içselleştirme teorisi kolaylıkla genişletilebilir ve ağ analizine bağlanabilir. Firmanın sınırlarını ve pazarlar, hiyerarşi, ortak girişimler ve diğer organizasyon biçimleri arasındaki örgütsel farklılıkları açıklamakla tamamen uyumludur. Ancak bunu yaparken, özellikle Buckley ve Casson (1976) ve Rugman'ın (1981) içselleştirme teorisi üzerine ilk çalışmalarının, esas olarak dış pazardaki gelişmelere değil, şirket içindeki firmaya özgü avantajların (FÖA) geliştirilmesi ve kullanılması ile ilgili olduğu unutulmamalıdır.

Ancak bunu yaparken, özellikle Buckley ve Casson (1976) ve Rugman'da (1981) içselleştirme teorisi üzerine ilk çalışmanın, esas olarak, şirket içindeki FÖA'ların geliştirilmesi ve kullanılması ile ilgili olduğu unutulmamalıdır. Rugman (1981), DYY'yi ihracat ve lisanslama ile zıtlılaştırarak ve zaman içinde üç giriş modunun her biri için potansiyel geçiş noktalarını oluşturarak içselleştirme teorisini dinamik bir şekilde genişletmiştir. Rugman (1982), içselleştirme teorisinin kurumsal finansman üzerindeki etkilerini araştırmış ve uluslararası çeşitlendirme tezini kullanarak çokuluslu bankacılık testleri yapmıştır. Rugman (1976;1979), ÇUŞ'lerin sanayi üzerindeki etkilerini kontrol ederken benzer büyüklükteki yerli firmalardan daha istikrarlı bir kazanç akışına sahip olduklarını göstermektedir.

İçselleştirme teorisinin daha da yaygınlaştırılması Caves (1982, 1996) ile gerçekleşti. Endüstriyel örgütlenmeyi ve uluslararası ekonomiyi ÇUŞ'lerle ilgili bir literatür sentezi ile ilişkilendiren çalışmalarında, içselleştirme teorisi ÇUŞ 'nin temel bir modeli olarak merkezi aşamaya girmektedir. Kaynak tabanlı görüş üzerine müteakip çalışmalar içselleştirme teorisini içeriğini oluşturmak ve bunları birleştirmek konusunda yavaş olmuştur, ancak Rugman ve Verbeke (2003) dinamik yeteneklerin ve kaynak tabanlı görüşün içselleştirme teorisinin dinamik uzantılarıyla tamamen uyumlu olduğunu göstermektedir. Ağları ve DYY'lerin diğer türden olmayan biçimlerini analiz etmek için içselleştirme teorisi düşüncesini genişletmenin de mümkün olduklarını belirtmişlerdir. (Rugman ve Verbeke, 2003).

Belki de içselleştirme teorisini uluslararası iş stratejisi üzerine daha modern düşünceyle ilişkilendiren en önemli makale Rugman ve Verbeke'de (1992) ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada araştırmacılar, konuma bağlı olmayan FÖA 'ları (ÇUŞ'nin tüm ağı için kullanılabilir) konuma bağlı FÖA'larla (ister ana ülkede ister ev sahibi ülkelerde olsun, yalnızca belirli bağlı kuruluşlar için kullanılabilir) karşılaştırırlar. Konuma bağlı FÖA sınırlı coğrafi dağıtım ve sömürü potansiyeline sahip kendine özgü güçlerdir. İkincil düzeyde geliştirilirse, bu FÖA'lar ev sahibi ekonomide ulusal duyarlılığa izin verir. ÇUŞ ağına aktarılamazlar. Ancak, yabancı iştiraklerde geliştirilen bazı konuma bağlı FÖA'lar 'en iyi uygulamalar' haline gelebilir ve bu tür uygulamalar nadiren de olsa, yere bağlı olmayan FÖA 'lara dönüştürülebilir. Konuma bağlı olmayan FÖA'lar ve yere bağlı FÖA'lar arasındaki fark Rugman ve Verbeke'de (2003) ele alınmıştır ve içselleştirme teorisini ağ analizine daha da genişletme potansiyeline sahiptir: mesele, her ÇUŞ üyesi, kendine özgü FÖA paketlerini yönetmektedir. Bu yönetim stratejisini oluşturan paketler, tam olarak zaman içinde her bir iştirakin ÇUŞ'deki rolünü belirleyen ve diğer iştiraklerle etkileşimleri yönlendiren gelişim ve kötü gidişatını da belirlemektedir.

Dünya ekonomisinde baskın bir kurum olarak çokuluslu girişimin büyümesi, İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesinin ardından artan ilgiye politik, sosyal ve akademik dikkat

çekerek kabul edilmiştir. Önemli teorik ve kavramsal gelişim Stephen Hymer'in 1960 tezi (Hymer, 1976), John Dunning (1958) ve Raymond Vernon'nın (1966) paralel öncü çalışmaları ile başlatılmıştır.

İçselleştirme teorisi, ÇUŞ'yi Hymer'in (1976) tekelci rekabet yaklaşımınınkinden farklı bir bakış açısıyla ortaya koydu (ayrıca bkz. Caves, 1971; 1974; 1980). Buckley ve Casson (1976), içselleştirmenin hem olumlu hem de olumsuz refah etkilerine sahip olduğunu göstermiştir. Buckley ve Casson (1976), içselleştirmenin hem olumlu hem de olumsuz refah etkilerine sahip olduğunu gösterirken, piyasaları yoğunlaştırıcı güce karşı mükemmelleştirmek için ancak en önemlisi, ÇUŞ'nin büyümesindeki kilit faktörün piyasa gücünün değil, inovasyonun bu durumda ön planda olduğunu belirtmişlerdir. İç pazarların dinamik yenilikçi kapasitesine geçiş ve doğrudan yabancı yatırımın (DYY) firmanın dış bilgi yayılımının iç ikamesi olduğu fikri, ÇUŞ 'lerin anlayışını ve uygun politika reçetelerini değiştirmiştir.

Küreselleşmenin bir fenomen olarak tanınması bu dönemde artan bir faktördü. Dünyanın üretim sistemi küresel değer zincirleri açısından kavramsallaştırıldı, DYY'leri çekme rekabeti yoğunlaştı ve aynı zamanda ÇUŞ'ler dış kaynaklı faaliyetlerin kullanımını artırdı (piyasa alternatiflerini kullanarak) ve bu unsurları destekledi. Kabaca, genel strateji “dış kaynak operasyonları, bilgiyi içselleştirmeye” dönüştü (Buckley ve Carter 2004). Bu nedenle, küresel sistem görünümünde ÇUŞ 'leri kilit oyuncular olarak öngörmek mantıklı hale gelmiştir (Buckley ve Hashai 2004, Casson 2000). Bu gelişmelerin ÇUŞ merkezli yönleri “küresel fabrika”nın kavramsallaştırılmasında ele alınmıştır (Buckley ve Ghauri 2004).

İçselleştirme teorisiyle ilgili sorunların, sosyal bilimin sınırları ile ilgili sorunlar olması gerekir. Uluslararası işletme teorisi sosyal bilimlerin teorinin en gerisinde kalıyorsa, o zaman başarılı olmaz (Buckley 2002, Buckley ve Lessard 2005). Bu uygulanabilir sınırın ardındaki gecikmeleri belirlemek, uluslararası iş araştırmalarının ilk görevidir, bunun ötesine geçmek ana hedeftir. İçselleştirme teorisinin çokuluslu şirketlere uygulanmasında ileriye doğru büyük adımlar atılmıştır. ÇUŞ'un temel içselleştirme teorisi, ortak girişimlerin analizi ve dış pazar hizmet stratejilerinin titiz analizine dayanmaktadır. Küresel sistemler görüşünün gelişimi, girişimciliği ve ağ teorisini analize dahil eden ve teorisinin geliştirmekte olan çok uluslu şirketleri tamamen kapsamaya olanak sağlayan 'küresel fabrika' kavramının kavramsallaştırılmasına yol açmıştır (Buckley ve Hashai 2014). Girişimcilik, yenilikçilik, kültür ve ağ teorisi bağlantısı, heyecan verici ve zorlu bir araştırma alanını temsil eder.

İçselleştirme aslında işe yarayan bir teoridir. Ayrıca, açık ve basit bir dille ifade edilebildiği için hem yönetsel karar alma hem de politika oluşturma ve değerlendirme ile ilgilidir. Yönetimsel çıkarımlar arasında en uygun pazar hizmeti ve girdi tedarik stratejilerinin

tasarımı, uygun yönetim modlarının seçimi ve en uygun yer stratejisi bulunmaktadır. Politika sonuçları, çokuluslu işletmelerin tam olarak bağlamına ve çevreye bağlı olan hem olumlu (inovasyonu teşvik edici) hem de olumsuz (rekabeti kısıtlayan) etkilere sahip olduğu görüşünden kaynaklanmaktadır. Akıllı politikalar, teorinin tahminine ve içeriğin dikkatli bir şekilde belirlenmesine uygun olarak tasarlanabilir ve revize edilebilir.

Buckley ve Casson (1976), kısaca çok uluslu şirketlerin bilgi ve diğer ara ürün türlerinde firmaya özgü avantajların geliştirip kullanabileceği şekilde içten bir dizi faaliyet organize ettiğini göstermektedir. Bu tür FÖA'ların mülkiyeti, bilginin bir kamu yararı olarak dışsallığının üstesinden gelmeye hizmet etmektedir. Piyasadaki başarısızlığın varlığı göz önüne alındığında, içselleştirme, yani çok uluslu şirket içinde faaliyetler gerçekleştirme, özel sektör organizasyonlarını geliştirmek ve kullanmak için bir yönetim mekanizması görevi görmektedir. İçselleştirmenin, bilgiyi geliştirmek ve kullanmak için dış pazara bir alternatif olduğu belirtilirken, daha genel olarak, Buckley ve Casson (1976) her türlü piyasa kusurunun (hem mal hem de faktör pazarları arasında) çok uluslu şirketler tarafından içselleştirilmesi için baskıya yol açabileceğini göstermektedir.

Sonuç olarak, çok uluslu şirketlerin varlığının bir açıklaması olarak “içselleştirme”, başka bir anlamda piyasaları “içselleştirme” yeteneği, çokuluslu girişimin belirleyici bir özelliğidir. Aşağıdaki örnekler, çok uluslu şirketlerin içselleştirmeyi pratikte nasıl kullandıklarını göstermektedir:

- Bir ülkenin zayıf bir finansal sektörü varsa, bir ÇUŞ, önemli iç finansal kaynaklarını kullanarak kendi bankası olarak hareket edebilir, yani finansal hizmetleri içselleştirir;
- Bir ara girdi için güvenilir yukarı akış tedarikçilerinden bir pazar yoksa ÇUŞ dikey DYY'ye katılabilir ve kendi tedarikçisi haline gelebilir, yani yukarı akış tedarik zincirlerini içselleştirebilir;
- Eğer bir pazar yeterince güçlü fikri mülkiyet korumalarından yoksunsa, ÇUŞ fikri mülkiyetini korumak için lisanslama için DYY'yi seçebilir, yani düzenleyici çerçevenin bir kısmını içselleştirir;
- Bir piyasaya ticaret kısıtlamaları nedeniyle erişilemez ise, çok uluslu şirketler DYY yoluyla bir varlık yaratabilir, yani pazar erişimini içselleştirir.

2.2. Literatür Taraması

Akademik literatürde, yabancı mülkiyetin firmaların performansını nasıl etkilediği ve krizin yabancı ve yerli mülkiyetli şirketleri nasıl etkilediğini belirten pek çok çalışma yer almaktadır. Bu nedenle bu çalışmalar gruplara ve konularına göre aşağıda değerlendirilmiştir.

Yabancı mülkiyetin verimlilik üzerindeki etkisini incelemeye odaklanan güncel literatürde çelişkili bulgular vardır. Dolayısıyla, literatürde, krizler altında yabancı mülkiyet etkisine dair bir anlaşma görülmemektedir. Bazı araştırmalar, yabancı mülkiyetin, istihdam artışı ve firma performansı arasındaki farklılıkların açıklanmasında önemsiz olduğunu ortaya koymuştur (Portekiz için Varum ve Rocha, 2011; Portekiz ve Yunanistan için Barbosa ve Louri, 2005; Taymaz ve Özler, Türkiye için, 2007); ancak satış büyümesini, piyasa çıkışını, karlılığı ve krizlerin üstesinden gelebilme yeteneğini açıklamak için son derece önemli çalışmalar (Portekiz için Varum ve Rocha, 2011; Godart vd. , İrlanda için, 2012; Yunanistan için Notta ve Vlachvei, 2008; Bijsterbosch ve Kolasa, Polonya için, 2010) yapılmıştır.

Tüm bu çalışmalar, yabancı mülkiyetin firmaların performansını nasıl etkilediğini ve krizin yabancı ve yerli mülkiyetli şirketleri nasıl etkilediğini açıklamaya çalışmıştır. Bu araştırmanın yeniliği, yukarıdaki çalışmalarla karşılaştırıldığında, kriz kaynağına özellikle bakmasıdır. Biz ise bu araştırmada, krizin kaynağının (küresel ve yerel kriz) Türkiye'de yabancı sermayeli ve yurtiçinde sahip olunan şirketlerin performansını nasıl etkilediğini anlamak istiyoruz. Bununla birlikte, literatürde kriz dönemi dışında da zaman dilimleri kullanılarak yabancı sahipliğin başka faktörler üzerinde ne denli etkisi olduğu üzerinde de durulmuştur.

Bu noktada belirli yabancı sahiplik oranlarına sahip firmaların farklı konu başlıklarında da incelendiğini görmekteyiz. Bu konu yalnızca imalat sanayinde değil, diğer farklı sektörlerde de araştırılmaya değer bulunan bir olgu durumunda bulunmaktadır. Özellikle bu alandaki literatürde bulunan çok sayıda araştırma ve çalışmada, yerli sermayeli şirketlere kıyasla yabancı sermayeli şirketlerin, üstün verimlilik fikrine teknik olarak daha fazla yakın oldukları söylenebilir. Ancak, bu hipotezi onaylamayan çalışmalar da mevcuttur. Yabancı sermayenin ev sahibi ülke için bu alandaki literatürde özetlenen faydaları, yenilikçi teknolojinin çekiciliği, insan sermayesinin oluşumu, uluslararası ticarete entegrasyon, rekabetçi bir iş ortamının yaratılmasından ibarettir; zaten bunları yapabilmiş bir ülkenin belli bir eğitim, teknolojik ve girişimcilik gelişimi ve altyapı seviyesine ulaştığı kabul edilir. Sonuç olarak, ilgili literatürdeki çalışmaları inceleyerek sonuçların karışık olduğunu fark edebiliriz. Hem gelişmiş ülkelerde hem de daha az gelişmiş ülkelerde ya da gelişmekte olan ülkelerde yapılan çok sayıda ampirik

çalışmaya rağmen, fikir birliği yoktur. Sonuçlara baktığımızda da, gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında önemli ölçüde farklılık göstermektedir.

Yabancı mülkiyete sahip şirketlerin işleyişini etkileyen farklı faktörler göz önüne alındığında, uygulamalı literatürün bir kazanımın hemen sonrasında bile olsa, olumlu etkileri keşfettiği bazı makalelerle yabancı mülkün verimlilik sonuçları hakkında karışık kanıtlar bulunması şaşırtıcı değildir; hatta sıfır veya olumsuz etkiler bulan sonuçlar da mevcuttur (Mihai, 2014).

Kwong ve Park (2018) çalışmalarında, Japonya'daki yabancı firmaların araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) faaliyetlerinin, özellikle firma düzeyinde bir panel veri setine dayanan yurtiçi firmaların Ar-Ge çalışmalarında farklılık gösterip göstermediğini ampirik olarak incelemektedir. Çalışmada, üç farklı nedenden dolayı iştiraklerin Ar-Ge yatırım davranışlarındaki önemli farklılıkları çözümlenmeye çalışılmıştır. Bunlar; firmanın yabancı bir sahibinin olması, kurumsal grup üyeliği ve iş birimleri arasındaki ilişki derecesi olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda ilk olarak; ana firmanın yerli mi yoksa yabancı mı olduğuna bakılmaksızın çoğunluğu başka bir firmaya ait olan firmaların Ar & Ge'de bağımsız firmalardan daha az aktif olduğu görülmüştür. İkincisi, yabancı şirket olan ana şirketin G7 ülkesinden olup olmadığı önemli değildir, ancak ana şirket G7 üyesi olmayan bir ülkedeyse, Ar-Ge yoğunluğu yabancı mülkiyeti ile önemli ölçüde pozitif olarak ilişkilidir. Son olarak, ticari faaliyetlerin ilişkisinin, iştiraklerin yerli mi yoksa yabancı mı olduğuna bağlı olarak zıt etkileri olduğunu tespit etmişlerdir. İşletmeleri ana şirketleriyle ilişkili olan iştirakler, ana şirket ise ana şirketlerinin işleriyle ilgili olmayan şirketlerden daha düşük bir Ar-Ge yoğunluğuna sahiptir, ancak ana firma yabancıysa daha yüksek bir Ar-Ge yoğunluğuna sahiptir.

Gorg ve Hanley (2013), firmaların “küresel ölçekte yer alma durumlarını”, yurtdışına ihraç etmek ya da iştirak etmek üzere açıp açmadıklarını, bu kararı verirken yönetim performanslarındaki değişimle ilgili olup olmadığını araştırmışlardır. Almanya'daki büyük ölçekli firma yönetim uygulamaları anketindeki verileri kullanarak, Bloom vd.'nin (2013) uyguladıkları modelde olduğu gibi şirketler için yönetim puanlarını hesaplamışlardır. Bu şekilde, yapılandırılmış yönetimin belirli bir firmada nasıl olduğu gösterilmeye çalışılmıştır. Yerli firmaların yabancı firmalara göre daha düşük yönetim puanları varken, büyük ve orta ölçekli firmaların küçük işletmelerden daha yüksek puanları olduğu görülürken, ihracata ve daha az oranda yurtdışına üye kuruluşlara açılmanın, daha yapısal yönetim uygulamaları uygulayan firmalar açısından yönetim performansının iyileştirilmesi ile ilgili olduğu sonucuna varmışlardır. Daha yapısal bir yönetimin, daha yüksek verimlilikle ilgili olduğu vurgulanmıştır.

Başka bir çalışmada, Alman hizmet sektöründeki yabancı kontrollü işletmelerin resmi Alman verilerinden elde edilen mikro verilere dayanan kapsamlı analizinde koşulsuz ve koşullu araçların karşılaştırılması ve kuantil (yüzdeler dağılım) regresyon tekniklerinin kullanılmasıyla çeşitli performans ölçümleri incelenmiştir. Yabancı kontrollü işletmelerin sürekli olarak Alman işletmelerinden daha iyi performans gösterdiğini belirten Gelübcke (2013), buna karşılık, kârlılık ile olan ilişkilerde tam tersi bir eğilim gösterdiğini belirtmiştir. Bununla birlikte, işgücü verimliliği, karşılaştırma grubunun yüksek derecede uluslararasılaşmaya sahip yurt içinde sahip olduğu işletmelerden oluşması durumunda önemli ölçüde bir farklılık göstermediği tespit edilmiştir. Menşei ülke bazında yapılan bir dağılım, Avrupa'daki işletmelerin Avrupa dışı işletmelere göre daha düşük ücretler ödediklerini, daha az ihracat yaptıklarını ve ABD firmalarının üretimde olduğu gibi verimlilik avantajına sahip olmadığını göstermiştir.

Gelübcke (2013) çalışmasında, yabancı mülkiyet ile şirket performansı arasındaki nedensel ilişkinin teorik olarak makul olduğunu göstermiştir. Bu durum, yabancı firmaların yabancılaşma özelliğinin araştırılması için genel bir gerekçe sağladığını belirtmiştir. Dikotom bir yabancı mülkiyet değişkeni tarafından kullanılabilir ve dışsallık nedeniyle özünde bulunmayan diğer etkiler de tartışılmıştır. Yabancılar tarafından kontrol edilen firmaların ihracat olasılıkları %14 ile %23 arasında bir orana sahip iken, 2007 ve 2008 yıllarında %11 ile 21 arasında yine yüksek bir ihracat yoğunluğuna sahiptiler. Performans farklarının çoğu; yabancı sermayeli işletmelerin hem yurt içinde kontrol edilen ülkelerle karşılaştırıldıklarında da sürdü. İhracatçılar, yurt içinde sahip olunan satışların yurtdışındaki satışlarının en az %30'u olmasına rağmen küçülme eğilimindeydiler.

Farklı bir çalışmada öne sürülen teoride, bir şirketteki hisselerin yönetsel sahipliğinin yönetim davranışı üzerinde iki çelişkili etki yarattığını, yani yönetsel mülkiyetin artmasının şirket performansını artırabilen yakınsama etkisinin ve buna karşılık gelen siper etkisinin yarattığını söylemektedir. Mudambi ve Nicosia (1998) çalışmalarında, sahiplik önlemleri ile bu mülkiyetin ima ettiği kontrol önlemleri arasında ayırım yaparken, İngiltere finansal hizmetler endüstrisindeki verileri kullanarak iki sorunun cevabını incelemişlerdir. Birincisi, mülkiyet yoğunluğunun uygunluğu firma performansı için açıklayıcı bir faktör olarak değerlendirilirken; ikinci olarak, yönetsel pay tutma ile firma performansı arasındaki ilişki tahmin edilmiştir. Mülkiyet yoğunluğunun ve hissedar kontrolünün derecesinin firma performansı üzerinde ciddi bir etkisi olduğunu bulan Mudambi ve Nicosia (1998) özellikle, büyük hisse tutma gruplarına yönelik artırılmış kontrolün performansla pozitif olarak ilişkisini ortaya koymuştur. Ancak, artan konsantrasyonun aynı performans ölçüsü ile ters ilişkili olduğu görülmektedir. Bu durum,

sahiplik konsantrasyonunun kendi başına bu bağlamda eksik bir ölçü olabileceğini göstermektedir.

Başka bir çalışmada, gelişmekte olan ve geçiş ekonomisi ülkelerinin çoğunda yerli ve yabancı firmaların verimliliğini analiz eden Waldkirch (2014) kullandığı verilerle, 118 ülkede verimlilik ve yabancı firma varlığının karakterizasyonunu ortaya çıkarmaya çalışmıştır. Bunun sonucunda yabancı firmaların yerli özel firmalardan daha üretken olduklarını ortaya koymuştur. Bir sektörde yabancı firma mevcudiyeti ile yerli firma verimliliği arasında pozitif bir korelasyon olduğuna dair sadece zayıf kanıtlar olduğunu belirten Waldkirch, sektördeki yabancı firmaların varlığının yabancı veya yerli diğer firmalara etkisi olduğuna dair hiçbir gösterge olmadığını göstermiştir.

Uluslararası dış kaynak kullanımının İrlanda üretimi için firma düzeyinde verileri kullanarak verimlilik üzerindeki etkisini araştıran Görg vd. (2008) spesifik olarak, malzemelerin dış kaynak kullanımının hizmet girdilerinden etkisini ayırt etmiştir. Ayrıca, üretkenlik üzerindeki etkinin, uluslararası pazarlara ihracat veya çok uluslu bir şirketin parçası olarak daha fazla gömülü olmasının farklı olup olmadığını incelemiştir. Sonuç olarak yerli ya da yabancılara ait ihracatçılar için hizmet girdilerinin dış kaynak kullanımından kaynaklanan olumlu etkiler için sağlam kanıtlar göstermiştir. Buna karşılık, uluslararası dış kaynak kullanımının ihracat pazarında faaliyet göstermeyen firmalar için üretkenlik üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı bir kanıt olmadığı belirtilmiştir. Sonuç olarak bu ihracatçılara yönelik dış kaynak kullanımının istatistiki olarak anlamlı ve olumlu etkileri olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, bu durumun, yabancılara ait ihracatçılara başka bir avantajının olmadığı belirtilmiştir. Ayrıca, etkileşim terimlerini dahil ederken bile, materyal girdilerinin uluslararası dış kaynak kullanımı ile ilgili önemli faydalar olduğunu öne sürecek güçlü bir kanıt bulunamamıştır.

Doğrudan yabancı yatırımın ihracat portföyünü yükseltmek için bir katalizör olup olmadığını incelemek için 1984-2000 döneminde 116 ülkenin ihracatına ilişkin bilgileri kullanan Harding ve Javorcik (2009) bu çalışmada, IPA'lar (Yatırım Destekleme Ajansı) tarafından hedeflenen sektörlerdeki ihraç ürünlerinin, hedefleme öncesi ve hedeflenmemiş sektörlerle göre daha yüksek birim değerlerine sahip olup olmadığını incelemiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki DYY'nin ihracattaki birim değerler üzerindeki olumlu etkisiyle tutarlı olduğu belirtilmekle birlikte, böyle bir ilişkinin gelişmiş ülkelerde daha az belirgin olduğu vurgulanmıştır. Bu sonuçlar, doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ve yüksek gelirli ekonomiler arasındaki üretim ve pazarlama tekniklerindeki boşlukları kapatmaya yardımcı olabileceğini gösteren çalışmalarında, doğrudan yabancı yatırım girişlerinin çekilmesinin

ihracat sepetinin kalitesini yükseltmek isteyen gelişmekte olan ülkeler için uygun bir strateji olabileceğini de göstermektedir.

Başka bir makalede (Choi, 2010), yabancı sermaye girişlerinin çarpıcı biçimde arttığı 1993-2007 dönemi için Güney Kore'deki firmalardan oluşturulan bir panel veri setini kullanarak, yabancı sermaye mülkiyeti ve yönetiminin firma performansı üzerindeki etkisini incelemektedir. Ampirik sonuçlar, yabancı sermaye mülkiyetinin firma performansını olumlu yönde etkilediğini, aile, kurumsal yatırımcılar veya işletme grupları gibi yerel kurumların olumsuz veya önemsiz etkilerini telafi ettiğini veya tamamladığını göstermektedir. Doğrudan yabancı yönetime katılım, özellikle yabancı yöneticiler veya yönetim ekipleri, yerel firmalar üzerinde ek olumlu etkiye sahiptir. Ampirik sonuçlar, yabancı sermaye mülkiyetinin, endüstri tarafından uyarlanmış Tobin q'su ile ölçülen firma performansını olumlu yönde etkilediğini, yerli kurumsal mülkiyetin izleme işlevini tamamladığını ve ana firma sahipliğinin olumsuz etkilerini önlediğini göstermektedir.

Bir başka çalışmada ise 2002-2006 yılları arasındaki Avusturya imalatçı firmalarının ihracat öncülüğünü tahmin eden Pöschl vd. (2010), Avusturyalı ihracatçı ve ihracatçı olmayan imalatçı firmaların imalat sektöründeki özelliklerini analiz etmiştir. Elde edilen, sonuçlara göre Avusturyalı ihracatçı firmalar, ihracatçı olmayan diğer firmalara göre verimlilik, ücret ve yatırım yoğunluğu bakımından daha iyi performans gösterdikleri sonucu ortaya koymuşlardır. Bu sonuçlar diğer ülkelerin sonuçları ile çok büyük benzerlik göstermektedir.

Gorg ve Strobl (2003), İrlanda'da sınai kalkınma politika ve danışma kurulu Forfás (İrlanda'da işletme, ticaret, bilim, teknoloji ve inovasyon konusunda ulusal politika danışma kurulu) tarafından yıllık olarak gerçekleştirilen İstihdam Anketi'nden elde edilen 1973-96 dönemi verilerini kullanmışlardır. Çok uluslu şirketlerin iştiraklerinin ev sahibi ülkedeki yerli tesislerden daha katı olduğu iddia etmektedirler. Bu noktada tesisin hayatta kalmasının yanı sıra, zaman içinde tesis seviyesinde istihdam değişimlerinin sürekliliğini (olumlu veya olumsuz) inceleyerek bu konunun iki farklı yüzüne bakmaktadırlar. 'Cox orantılı tehlike modeli' çerçevesinde her iki soruyu da ele alıyorlar. Firma sürekliliği belirleyicilerini tahmin ederken, İrlanda'da bulunan çok uluslu şirketlere ait firmaların yerli firmalardan daha düşük süreklilik oranlarına sahip olduklarını, diğerlerinin de eşit olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, yabancı tesislerin, tesis büyüklüğü veya sektörel koşullar gibi sürekliliği belirleyen faktörlerin bazılarındaki değişikliklere farklı tepki gösterdiklerini bulmuşlardır. Birlikte ele alındığında, bu bulguları, çok uluslu şirketlerin yerli tesislerden daha fazla serbest ve sağlam olduklarının kanıtı olarak yorumlayabiliriz. Bununla birlikte, istihdam sürekliliğinin belirleyicilerinin bazılarının yerli ve yabancı firmalar arasında farklılık gösterdiğine dair kanıtlar bulan Gorg ve Strobl

(2003), yabancı firmaların istihdam sürekliliğini etkileyen faktörlerin bazılarındaki değişikliklere farklı tepki gösterdiklerini ve sonuç olarak çok uluslu şirketlerdeki istihdam kararlarının yerli firmalardan daha uzun zaman dilimi ile alındığını önermektedirler.

Yabancı mülkiyet derecesinin Slovak Cumhuriyeti'nde faaliyet gösteren firmaların performansı için önemli olup olmadığını belirlemeye çalışan Hintošová ve Kubikoval (2016); hipotezlerinde, 2004-2013 yılları arasında Slovak Cumhuriyeti'nde faaliyet gösteren yerli, yabancı ve müşterek anonim firmalardan oluşan örneklemelerinden elde ettikleri sonuçlarda yabancı mülkiyet ve belirli performans ölçütlerinin ters U biçimli bir ilişki içinde olduğunu göstermişlerdir. Bir firmanın performansı, yabancı mülkiyeti arttıkça, performansın ölçülmesine bağlı olarak %61-65 yurtdışı yatırım aralığında arttığını ve yabancı yatırımın bu seviyenin üzerine çıkmaya devam etmesi durumunda azaldığı sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte, elde ettikleri regresyon analizinde yabancı mülkiyetin bir firmanın Ar-Ge çalışanı veya kaldıraç sayısı üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını belirtmişlerdir.

Yavas ve Erdogan (2016), 2009-2014 döneminde 256 Türk firmasından oluşan bir panel veri kullanarak Türkiye'deki halka açık şirketler için yabancı mülkiyetin firma performansı üzerindeki etkisini, endojenite problemini büyük ölçüde aşmaya yardımcı olan “genelleştirilmiş anlar yöntemi” ana metodoloji olarak kullanarak analiz etmişlerdir. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar, yabancı mülkiyetin belirli bir seviyeye kadar firma karlılığını arttırdığını; ancak, eşik sınırından sonra, yabancı mülkiyetteki artışın firma performansını düşürmeye başladığını göstermektedir. Bu çalışma, Avrupa ve Asya arasında yer alan ve doğrudan yabancı yatırımları daha fazla şımartacak şekilde özel bir konuma sahip olan Türkiye pazarı için yapılmıştır. Analizin sonuçlarında, azınlığın firma performansı olumlu yönde etkilenirken, çoğunluğun firma performansının ise olumsuz yönde etkilendiğini ortaya koymuştur. Bu durum, belirli bir seviyeye kadar yabancı mülkiyetin şirket için faydalı olduğunu açıkça göstermektedir; ancak bu noktadan sonra, yabancı mülkiyet yüzdesini arttırmanın, şirketin finansal performansına zarar verdiği ve yabancı mülkiyet ile performans arasındaki doğrusal olmayan ilişkiyi doğrulayan sonuçlara ulaşılmıştır.

Başka bir çalışmada Aydın vd. (2007), yabancı sermayeli firmaların Türkiye'de İMKB'de (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) işlem gören ve yerli borsadaki Türk şirketlerinden önemli ölçüde daha iyi performans gösterip göstermediğini araştırdıkları çalışmalarında, yabancı sermayeli iştirakçi firmalar ile listelenen yerli firmalar arasında firmaların faaliyet kâr marjı (OPM), varlık getirisi (ROA) ve öz kaynak getirisi (ROE) arasında anlamlı fark olup olmadığını incelemek için t-testi istatistikleri uygulanmıştır. Araştırma 2003-2004 dönemi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören tüm firmalara

uygulanmıştır ve bu firmaların karlılık durumu incelenmeye alınmıştır. Çalışmada ayrıca, yabancıların sahip olduğu firmaların firma performansına etkilerini test etmek ve yurtdışındaki firmalarla Türkiye'de İMKB'de listelenen yerli Türk şirketleri arasında önemli bir performans farkı olup olmadığını incelemek üzere performans analizi yapılmış olup, t-testi istatistikleri, ROA'lara göre yabancı mülkiyete sahip firmaların yerli firmalardan daha iyi performans gösterdikleri hipotezini doğrulamaktadır.

Lindemanis vd. (2019) yerli-yabancı mülkiyet değişikliği olasılığını ve mülkiyet değişikliğinden sonra Avrupalı özel firmaların performansını ölçtükleri çalışmalarında, 2008-2014 yılları arasında 22 AB üye ülkesinden derlediği ve büyük ölçekteki şirketleri içeren örneğinde mülkiyet değişikliği veri setini kullanmışlardır. Çalışmada, yabancı edincilerin hedef firmanın performansı üzerindeki etkisinde farklı olduğu görüşüyle hareket eden Lindemanis vd. (2019), özellikle, yönetim seviyesi daha yüksek olan ülkelerden gelen alıcıların, hedef firmanın uzun vadeli performansını iyileştirme ihtimalinin daha yüksek olduğunu savunmaktadır. Bunun için ise, 2008-2014 yılları arasındaki mülkiyet değişikliğinin Avrupa Birliği'nde yerelden yabancıya 129,511 özel şirketten oluşan bir panel veri seti ile etkisini araştırmışlardır. Sahiplik değişiminin etkisini izole etmek için eğilim eşleştirme yöntemini kullanarak, örneklemin içerdiği dönem boyunca yerli kalanlarla mülkiyeti değiştiren şirketleri eşleştirmiş olup, ilk aşamada probit bir tahminleme modeli kullanarak mülkiyet değişikliğinin belirleyicilerini bulmaya çalışmışlardır. Ampirik olarak, sonuçlar, mülkiyetin yerliden yabancıya değişiminin, yönetim disiplini hipotezi ile tutarlı olarak daha büyük (gelirlerle) ve daha az kârlı (varlıklar karşılığında) firmalarda olduğunu göstermektedir. İkinci adımda, her bir şirket için mülkiyet değişikliği eğilim puanını hesaplamışlardır. Son olarak, performans değişkenleri, yani varlıkların getirisi, kâr marjı, çalışan başına satış ve diğerleri hakkında çapraz kesit regresyonlar gerçekleştirmişlerdir. Ampirik sonuçlarında, sahip oldukları yurt içi ve yurt dışı mülkiyeti değişikliği olan şirketlerin kısa vadeli gelir artışının daha yüksek olduğunu, ancak operasyonel karlılığın düşük olduğunu (yüksek gelir ve kâr marjı) göstermektedir. Diğer testlerde, şirketlerin varlıklarda veya çalışan sayısında önemli değişiklikler yaşamadıklarını ve değişikliklerin daha yüksek harcamalarla ilişkili olduğunu belirttiklerini tespit edilirken, yatırımcının kökeninin, özellikle yüksek kurumsal risk alma (kazanç dalgalanması) olan firmalarda, firma performansı için önemli olduğunu gösterilmektedir.

Yabancı mülkiyet derecesi ile alıcı firmaların kurumsal performansları arasındaki monotonik olmayan bütünlükten hareketle, 2000-2005 döneminde tüm ekonomide faaliyet gösteren 21,582 Çinli liste dışı firmanın panelini kullanan Greenaway vd. (2009), varlıkların

geri dönüşüne, satışların geri dönüşüne, işgücü verimliliğine ve TFP'ye (Toplam Faktör Verimliliği) odaklanarak, ortak girişimlerin genellikle tamamen yabancı sermayeli ve tamamen yerli firmalardan daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Ortak girişimlerin çeşitli yabancı temsilciler tarafından ödenen sermaye ve kayıt bilgileri temelinde tanımlanması konusunda önemli bulgular içeren bu çalışma, bu durumu özellikle eski Çin pazarı ve yasal çerçevesi hakkındaki bilgilerin yanı sıra, yerel yönetimlerle önemli siyasi bağlantılara katkıda bulunarak modern teknolojiler, sermaye, izleme ve pazar disipliniyle daha iyi kurumsal yönetim ve uluslararası ağ oluşturma becerileri ile açıklamaktadırlar.

Yerli firmaların verimliliğinin BlackRock gibi finansal yatırımcıların satın alımları ve endüstriyel yatırımcıların satın alımları ile ilişkisini inceleyen Fons-Rosen vd. (2014), yabancı finansal (özel sermaye, bankalar, finansal riskten korunma fonları) yatırımının ve endüstriyel dış yatırımın, imalat firmalarının yüksek verimliliğiyle ilişkili olduğu; bununla birlikte, sınıai dış yatırımın üretkenlikle daha fazla ilişkili olduğu sonucuna varmışlardır. ORBIS veri tabanından (Bureau van Dijk Electronic Publishing, BvD tarafından derlenmiştir) elde edilen ve hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler de dahil olmak üzere dünya çapında 60 ülkeyi kapsayan ve yalnızca gelişmiş ülkelere gelen verilerin kullanıldığı veri setinde, hedef şirketlerin, yatırımcılarının ve edinilmeyen şirketlerin ayrıntılı uyumlaştırılmış bilançolarından finansal muhasebe bilgileri bulunmaktadır. Ayrıca, yabancı yatırım miktarını, yatırımcının menşei, türü ve ülkesi ile birlikte ağırlıklı olarak büyük şirketler hakkında bilgi içermektedir. Temel avantajının, 30 milyondan fazla hissedar/iştirakçi/bağlantılar içeren ayrıntılı mülkiyet bilgisi olduğu belirtilmiştir.

Yabancı mülkiyetin firmaların ekonomik performansı üzerindeki etkisini değerlendirmek ve yabancı firmaların yerli firmalardan daha iyi performans gösterip göstermediğini değerlendiren Chibber ve Majumdar (1999) Bombay Borsası'nda listelenen 1000'den fazla Hintli firma için firma düzeyinde veriler kullanmaktadır. Mülkiyet verileri, esas olarak yabancı yatırımcılar, yöneticiler, kamuoyu ve finans kuruluşları tarafından sahip olunan hisselerin oranını içermektedir. Veriler ayrıca, kâr ve zarar hesabından elde edilen bilgileri ve bireysel firmaların bilançosunu, varlık kullanımı, ihracat ve ithalat ile ilgili bilgileri ve çeşitli finansal performans oranlarını içerir. Yabancı yatırımcıların bir firmayı kontrol etme yeterliliğini etkileyebilecek yerli mülkiyetin yoğunlaşması, performansın herhangi bir ölçümü üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı ve iç mülkiyeti yoğunlaştıran bulguların önemli olmadığı belirtilmiştir. Teoride, aynı kurum ve kontrol mekanizmaları, mülkiyetin yerli veya yabancı olmasına bakılmaksızın konsantrasyon ve performans ilişkisinin temelini oluşturduğu savunulurken, bununla birlikte, konsantre ana mülkiyetinin, kârlılıkla pozitif ve önemli ölçüde

ilişkili olmadığı belirtilmiştir. Bu nedenle, bulunan sonuçların Hindistan'a özgü kurumsal faktörlerle açıklanabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Davies ve Lyons (1991) toplam üretkenlik avantajının 'daha iyi' bir endüstriyel dağıtımdan (yapısal etki) ne olcude kaynaklandığını ve yabancılara ait işletmelerin yerellerinden daha üretken olma eğilimini ne kadar yansıttığını ölçmeye çalıştığı çalışmasında her bir sektörde sahip olunan işletme emsalleri (mülkiyet etkisi) araştırılmıştır. Temel ampirik bulgu olarak ise, bu işletmelerin avantajının yarısından fazlasının yapısal faktörlerden kaynaklandığı sonucuna varılmıştır.

Çalışma örneklemini 1980- 1992 yılları arasında yeni tesis ilanları yapan firmaların oluşturduğu; yabancı varlıklar alımı, ortak girişimler oluşturulması ve yabancı ortaklarla ittifaklar oluşturulmasının firmanın kurumsal çeşitliliğini artırabileceğini belirten Doukas ve Lang (2003), firmaların çekirdek firma ile ilgili yeşil alan yatırım hareketlerine girdiklerinde uluslararası çeşitlendirmeden daha fazla kazanç elde ettiklerini göstermektedir. Ana firma faaliyetlerini ulusal pazarlara genişleten firmaların performansında, önemli pozitif anormal getiri ve yatırım sonrası kâr marjı kazanımları görülmektedir. Bununla birlikte firmanın ana faaliyet alanı dışındaki yabancı yatırımların, yatırımı izleyen yıllardaki önemli olumsuz duyuru etkileri ve kâr marjı kayıplarıyla ilişkili olduğu bulunmuştur. Ayrıca, firmanın sınai çeşitliliğini artıran yabancı yatırımların, mevcut işletme verimsizliğini ve firmanın farklı bölümleri arasındaki negatif sinerjiyi, kısa vadeli ve uzun vadeli zararları artırdığı sonucuna varmışlardır.

Griffith vd. (2004), yabancı mülkiyet ile verimlilik arasındaki ilişkiyi, hizmet endüstrilerindeki çok uluslu şirketlerin ve yabancı çokuluslu şirketler tarafından yürütülen önemini incelemektedir. Üretim, hizmet ve Birleşik Krallık için kuruluş düzeyindeki verileri kullanarak yeni kanıtlar sundukları çalışmalarında, çokuluslu şirketlerinin hizmet sektörlerinde önemli bir rol oynadığını ve devralma yoluyla yabancıların girmesinin greenfield yatırımdan daha yaygın olduğunu tespit etmişlerdir. İngiliz çok uluslu şirketlerin iş gücü verimliliğinin yabancı çok uluslu şirketlere göre daha düşük olduğunu, ancak farkın hizmet sektöründe daha az keskin olduğunu ve İngiliz çok uluslu şirketlerin çalışan başına daha düşük yatırım ve ara kullanım seviyelerine sahip olduklarını belirtmişlerdir.

Chari vd, (2012), gelişmekte olan piyasa firmaları tarafından Amerika Birleşik Devletleri'ne yapılan doğrudan yabancı yatırımlardaki artışları incelemektedir. Geleneksel olarak, üstün teknolojisini, kurumsal sermayesi ve uluslararası sermaye piyasalarına erişimi beraberinde getirmesiyle birlikte, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru akan doğrudan yatırım, son zamanlarda giderek artan bir şekilde geniş bir varlık yelpazesi elde eden piyasa yatırımcıları (yokuş yukarı akan sermaye) yönünde bir eğilim olduğu belirtilmiş olup,

gelişmiş ülkelerde işlemlere özel bilgiler ve firma düzeyinde muhasebe verilerini kullanarak, 1980-2006 döneminde gelişmekte olan piyasalardan firmalar tarafından satın alınan halka açık ABD firmalarının işletme performansını değerlendirmektedir. Sonuçlar, gelişmekte olan ülke edincilerinin, eşleşmemiş satın alınan firmalara göre daha büyük (satışlar, toplam varlıklar ve istihdam olarak ölçülen) olan ABD hedeflerini seçme eğiliminde olduğunu göstermektedir. Edinimi takip eden yıllarda hedef firma satışları ve istihdamı düşerken, elde edilen eşleşmemiş firmalarla karşılaştırıldığında kârlılık oranının arttığı görülmüştür. Bunun yanında hedef firmanın önemli bir şekilde yeniden yapılandırıldığını gösterilmektedir. Sonuç olarak (Chari vd, 2012) gelişmekte olan ülke firmalarının, görece yüksek satış, istihdam ve toplam varlık seviyelerine sahip kamu konusunu ele almak için, edinilmemiş bir eşleştirme kontrol firması örneğini dikkatle oluşturmak için eğilim skoru eşleştirmesi yöntemi kullanılmıştır. Eşleştirme metodolojisi, değişmez zamana sahip gözlemlenemeyen firma karakteristiklerini ortadan kaldırmak için farklar arası fark tahmini ile birleştirilmiştir. Hem kârlılık iyileştirme hipotezi hem de karşılaştırmalı girdi maliyet hipotezi için kanıt bulunurken, bu durumun ABD hedeflerinin hisse senedi fiyatı tepkisi iktisap duyurusu sırasında olumlu ve önemli olduğu vurgulanıp, satın alınanın ardından hedef firmaların performansının iyileşme eğiliminde olduğu belirtilmiştir.

Riahi-Belkaoui (1998) ise, uluslararasılaşmanın firma performansı üzerindeki etkisini tanımlamaya çalışan bir model geliştirmiştir. Uluslararasılaşma derecesi, yabancı gelirler/toplam gelirler ile ölçülmüştür. ABD'deki çok uluslu firmalardan oluşan bir kesit grubundaki verilere dayanarak elde edilen sonuçlarda, uluslararasılaşma derecesi ile firma performansı arasındaki monotonik olmayan bir ilişkinin olduğu belirtilirken, varlıklardan elde edilen getiri oranının düşeceği, sonra artacağı ve nihayetinde uluslararasılaşma derecesi arttıkça hafifçe tekrardan düşeceği belirtilmiştir. Bu çalışmanın sonuçları, firmaların performansı arasında, varlıkların getiri oranı ile ölçülen, dış gelirler ve toplam gelirler ile ölçülen DOI arasında olmayan, monoton olmayan bir ilişki olduğunu göstermektedir. Temel olarak, firma performansı ile uluslararasılaşma derecesi arasındaki ilişkiyi tanımlayan, yerli ve yabancı işlemlerin minimum ve maksimum bir kombinasyonu olduğu belirtilirken bu eşiklerin, her şirket için çok ulusluluğun potansiyel faydalarını tanımlamanın bir yolu olarak belirlenmesi gerektiği belirtilmiştir. “Yüksek Çokulusluluk Daha İyidir” tezinin geçerli bir teori olmadığı belirtilirken, “çokulusluluk, bir üst ve alt eşik arasında daha iyidir” daha geçerli bir teoridir söylemi savunulmuştur.

Thomas (2006), gelişmekte olan piyasa firmalarında uluslararası çeşitlendirme stratejileri ile performans arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Meksika firmalarının dikey

durumlu örneğini kullanarak, uluslararası çeşitlilik ve firma performansı arasında U şeklinde bir eğrisel ilişki olduğunu buluyor. Meksikalı firmaların başlangıçta yabancılığın yükümlülüğü nedeniyle uluslararası olarak genişlediklerinde olumsuz performans yaşadıkları görülürken; bununla birlikte, zaman içerisinde tecrübe kazanma ve örgütsel öğrenme yoluyla, sonunda uluslararası genişlemenin olumlu faydalarından yararlandıkları sonucuna ulaşılmıştır. Beklentilerin aksine, çalışma uluslararası çeşitlilik-performans ilişkisinin bir uygulayıcısı olarak coğrafi mesafeyi desteklememektedir. Ortaya çıkan pazar firmalarının yöneticileri, başlangıçta uluslararası genişleme için zorluklarla karşılaştıkları için biraz beklemeli, daha uzak olanlar da dahil olmak üzere çeşitli hedeflere genişlemeyi düşünmeleri gerektiği belirtilmiştir. İlginçtir ki, kontrol büyüklüklerinden sadece biri, firma büyüklüğü, istatistiksel olarak anlamlıdır ve firma performansı ile pozitif olarak ilişkilidir. Post-hoc analizi (önceden planlanmamış ve deneyi tamamladıktan sonra 'ek' analizler olarak yapılan tüm analizler, post-hoc analizler olarak kabul edilir) sonrasında uluslararası çeşitlilik ve firma performansı arasındaki sigmoid (S-eğrisi) ilişkisi ortaya çıkmamıştır. Meksikalı firmaların başlangıçta uluslararası genişlemenin bir sonucu olarak, dış pazarlardaki deneyimsizliği ve gelişmekte olan pazarların kurumsal kısıtlamaları nedeniyle yabancılığın maliyetleriyle karşı karşıya kaldıklarından; sonuçlar, zaman içerisinde, pozitif getirilere yol açan uluslararası çeşitliliğin artmasından, dış pazarlarda bilgi ve tecrübe kazandıklarından faydalanabileceklerini göstermektedir. Bu sonuçlar, önceki araştırmaların gelişmiş pazar firmaları üzerine yoğunlaştığı ve çok çeşitli sonuçlar bulduğu göz önüne alındığında önemlidir. Ayrıca bu çalışmada uluslararasılaşma ile performans arasındaki ilişkinin düzenleyici değişkeni olarak mesafeye destek bulunulamamış olup, bir firmanın dış satışlarının çoğunun daha yakın pazarlara odaklanmasının, performansın düşmesine veya artmasına neden olmayacağı sonucuna varılmıştır.

Bir başka çalışmada Benfratello ve Sembenelli (2016), tüm potansiyel endojenite kaynaklarının kontrol edildiği genel bir ortamda yabancı mülkiyetin verimlilik üzerindeki etkisini tahmin etmektedir. Özellikle, İtalya'da bulunan büyük firma örnekleri için TFV'yi (toplam faktör verimliliği) tahmin etmek için GMM-Sistem tahmincisi uygulanmış olup, gözlenmeyen heterojenliği, girdi eşzamanlılığını ve ölçüm hatalarını kontrol ettikten sonra, yabancı mülkiyetin verimlilik üzerinde bir etkisi olmayacağı düşünülmüştür. Mülkiyet değişkeninin eşzamanlılığını da kontrol eden Benfratello ve Sembenelli (2016), ABD mülkiyetli firmaların, ulusal mülkiyet altındaki firmalardan daha üretken olma eğiliminde olmasında milliyetçiliğin bu noktada önemli etken olduğunu belirtmişlerdir. Bu nedenle, doğrudan yabancı yatırımın standart içselleştirme teorisine yaygın bir ampirik destek

bulamamışlardır. Özellikle, teknolojinin transferinin ancak alıcı ile yatırım ülkesi arasındaki fark yeterince açıksa ortaya çıktığı savunulurken, sonuçlar yabancı mülkiyet değişkeninin eşzamanlılığını kontrol etmenin önemini de vurgulamaktadır. Bu yüzden bu konuya biraz ışık tutmak için, yabancı mülkiyetin verimlilik üzerindeki yapısal veya nedensel etkisini, dinamik modeldeki değişkenler için başlangıç koşullarına yalnızca nispeten hafif kısıtlamalar getirerek kurtarmaya çalışan Benfratello ve Sembenelli (2016), özellikle firmaların gözlemlenmemiş heterojenliği, girdileri, sahiplik endojenliğini ve ölçüm hatalarının kontrol edilmesini sağlayan Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen GMM-Sistem tahmincisini kullanmışlardır. Elde edilen sonuçlar da ÇUŞ'lerde alınan teorinin öngörüsü ile tutarlıdır. Ortalama bir yabancı firmanın ileri teknoloji endüstrilerinde faaliyet gösterme olasılığı daha yüksektir ve ortalama yurt içi emsallerinden istihdam bakımından daha fazla üretkendir. Açık bir şekilde, istihdam üretkenliği ile yabancı mülkiyet arasındaki pozitif istatistiksel ilişki nedensel bir ilişki anlamına gelmediği belirtilirken, ekonometrik sonuç olarak, toplamda hiçbir yapısal ilişki olmadığı vurgulanmıştır. Dolayısıyla bu durumun yerelden yabancı mülkiyete (milliyetten bağımsız olarak) bir değişimin toplam faktör verimliliği üzerindeki beklenen etkinin, en iyi ihtimalle sıfır olduğu anlamına geldiği belirtilmiştir.

Kurumsal sistemler (benzer kurumsal özelliklere sahip ülkelerin konfigürasyonları) ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz eden Carneya vd. (2019), bu konfigürasyonların performans etkisinin aynı olup olmadığını (“eşitlik”), bunun farklı firma performans ölçümlerinde (“Tversky etkisi”) olup olmadığını ve bazı kurumsal konfigürasyonların yabancılara ait firmaları desteklemenin daha iyi olup olmadığını araştırmaktadır. Bunun için de daha önce çalışılmamış ülkelere geniş bir firma örneğini kullanmaktadır. Kurumsal sistemleri firma performansı üzerindeki etkilerine göre sıralamanın mümkün olduğunu bulan Carneya vd. (2019) bu durumun sıralama performans ölçütüne göre değiştiğini belirtmektedir. Ortalama olarak yabancı mülkiyeti performans avantajları sağlasa da etkinin büyüklüğünün yapılandırmaya bağlı olduğu sonucuna varılırken, ülkeler arasındaki kurumsal benzerliklerin önemini anlaşılmasına ve bu benzerliklerin ÇUŞ teorisi için etkilerine katkıda bulunduğu değinilmektedir. Analiz aynı zamanda kurumsal performansı açıklamada yönetim ve mülkiyetin önemli olduğunu göstererek karşılaştırmalı kurumsal yönetim literatürüne katkıda bulunur. Bu bakımdan, farklı ekonomilerde mülkiyet yapısına ve ekonomik performansla ilişkisine daha çok dikkat çekmeye çalışılmıştır.

Chen (2011), DYY'nin kaynağı ve hedef firmanın performansı arasındaki nedensel ilişkiyi değerlendirmektedir. Ampirik analizinde, 1979 ve 2006 yılları arasında DYY almış olan kamuya açık ABD firmalarının kapsamlı bir örneğini içeren yeni veriler kullanılmaktadır.

Mülkiyet değişikliğinden ziyade üstün hedef firma seçiminden dolayı performans farklılıklarının ortaya çıkma ihtimalini hesaba katmak için, satın almalarından önce hedef firmaların benzer karşılaştırma gruplarını oluşturmak için eğilim skoru eşleştirmesi kullanılmıştır. Analiz üç ana bulgu ortaya koymaktadır. Birincisi, sanayileşmiş ülkelerden firmaların satın alınmasının, yerli firmaların elde ettiği hedeflere kıyasla, satın alımdan üç yıl sonra hedef firmada işgücü verimliliği artışına neden olduğu gözlemlenmiştir. Gelişmekte olan ülke firması satın alımlarını yapan firmalar, diğer taraftan satın alındıktan dört yıl sonra, yerli firmaların elde ettiği hedeflere kıyasla daha düşük işgücü verimliliği artışı sergilemektedir. Yerli kazanımlara kıyasla, yabancı sanayi şirketi devralımı, DYY hedeflerinin istihdamını ve satışlarını artırma eğilimindeyken, gelişmekte olan ülkelerde yer alan firmaların kazandığı hedefler hem gelirlerde hem de toplam çalışan sayısında düşüş yaşamaktadır. Bu bulguların, hedef firmaların, satın alan firmanın kökenine bağlı olarak, önemli ölçüde farklı yeniden yapılandırma süreçlerine maruz kaldıklarını gösterdiği belirtilmiştir. ABD'nin yurt içinde edindiği hedeflerle karşılaştırıldığında, edinimi takip eden beş yıllık bir süre boyunca, endüstriyel ülke firmalarının edindiği hedeflerin, işgücü verimliliğinde % 13'e varan oranda daha yüksek bir büyüme oranı yaşadığını, ancak gelişmekte olan ülke firmaları tarafından elde edilen hedeflerin emek verimliliğindeki büyüme oranının % 23 daha düşük olduğunu belirten Chen (2011), ayrıca, sanayi ülkesi firmaları ve gelişmekte olan ülke firmaları tarafından elde edilen hedeflerin, ABD firmaları tarafından yapılan alımlara kıyasla sırasıyla ortalama % 19 daha yüksek ortalama kâr gösterdiğini belirtmiştir. Veriler, yurt içi kazanımlara kıyasla satışların aynı zamanda sanayi ülkesi firma kazanımlarında da artış gösterme eğiliminde olduğunu göstermektedir; buna benzer bir yurt içi kazanılmış firma grubuna kıyasla %29 olan oran, gelişmekte olan ülke firmalarının kazandığı hedeflerde satışlar %20 gibi bir orana kadar azalmıştır. Son olarak, sanayi ülkesi firma satın alımları hedeflerinde %24'lük bir istihdam artışına yol açarken, gelişmekte olan ülke firma satın alımlarının hedefleri toplam çalışan sayısını %26'ya kadar düşürdüğü belirtilmiştir.

Helpman vd. (2004) tahminleriyle tutarlı modeli, endüstriyel ülkelere firmaların edindiği hedefler, edinme sonrası en iyi performansı sergilemektedir. ABD dışındaki sanayileşmiş ülkelere elde edilen hedefler, işgücü verimliliğinde %13'e varan bir artış ve yerli şirketler tarafından elde edilen hedeflere göre kârlılıkta %10 puanlık bir artış yaşanmıştır. Performanstaki bu iyileşme, satışlardaki artıştan kaynaklandığı belirtilmiştir. Gelişmekte olan ülkelere gelen alıcılar, yerli firmaların elde ettikleri hedeflere kıyasla hedeflerinde %23 daha düşük işgücü verimliliği kazancı elde etmelerine karşın, hedeflerinin alım sonrası kazancını, ABD'li yurttışarinkinden 8 puan daha artırmaktadır. ABD dışındaki endüstriyel ülke firmaları

tarafından yapılan satın alımların aksine, gelişmekte olan ülke firmaları tarafından yapılan satın alımlar, ABD hedeflerinde istihdam ve satışta daha düşük işgücü verimliliği artışı ve düşüşüyle sonuçlanma eğilimindedir.

Mülkiyet yapısının etkisini incelemek ve finansal ve çevresel performans arasındaki bağlantıyı araştırmak için, 1993 ve 1998 yılları arasında Çek Cumhuriyeti'nden firma verilerini kullanan Earnhart ve Lizal (2006), 1993-1998 dönemi için yaptıkları analizlerde, başarılı finansal performansın gelecekteki çevresel performansını iyileştirdiğine dair kanıtlar sunmaktadır. Buldukları sonuçlar, likidite kısıtının doğrudan veya dolaylı olarak emisyonları düşüren faaliyetlere olan yatırımın sınırlandırılabilmesi hipotezi ile uyumludur. Dahası, devletin yüksek kirletici sanayilerde mülkiyeti elinde tutması daha muhtemel olsa da, artan devlet mülkiyetinin aslında tüm diğer mülkiyet türlerine göre çevresel performansı iyileştirdiği sonucuna ulaşılmıştır. Son olarak, Çek Cumhuriyeti'ndeki en büyük hissedar tarafından ölçüldüğü üzere daha yoğun sahipliğin çevresel performansı artırdığı sonucuna varılırken, elde edilen sonuçlar, mutlak emisyonlar için bulunmasına karşın, sonuçta ortaya çıkan çevresel performans ölçümlerinin kullanılmasının önemini vurgulanmaktadır.

Gurbuz ve Aybars (2010) çalışmalarını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) halka açık veri tabanından elde ettikleri veriler eşliğindeki ayrıntılı analizlerinde, üç yıllık bir süreyi kapsayan ve gelişmekte olan bir pazarda bulunan toplam 205 şirket üzerinde gerçekleştirmişlerdir. Analizlerinde ayrıca, yerli ve yabancı şirketlerin performansları arasında farklılıklar olup olmadığını ve farklı yabancı mülkiyet aralıkları firma performansını etkileyip etkilemediğini belirlemek için her modelde farklı kontrol değişkenleri ve farklı açıklayıcı değişkenler kullanılmaktadır. Sonuç olarak, azınlık yabancı sermayeli şirketlerin, işletme karlılığı açısından yerli şirketlerden daha iyi performans gösterdiği görülmüştür. Aktif getiri bir performans ölçütü olarak kullanıldığında, azınlık yabancı sermayeli şirketlerin, hem yerli şirketlerden hem de yabancı sermayeli şirketlerden daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. Azınlık yabancı sermayeli şirketlerin, yerli şirketlerden daha kötü performans gösterdiği de tespit etmişlerdir. Çalışmanın genel sonuçları, yabancı mülkiyetin Türkiye'deki firma finansal performansını belli bir seviyeye çıkardığını ve bunun dışında yabancıların ek sahipliğinin firma karlılığına katkıda bulunmadığını göstermektedir. Yerel şirketler, sahipleri ve yöneticileri arasındaki yerel bağlar ve ilişkiler, yerli yabancı firmaların çoğunluğuna sahip olmayan yabancı firmalara ulaşamayan bazı avantajlar sağladığı görülürken, böylece, yabancı şirketlerin yerli firmalardaki azınlık hisselerine yatırım yaptıkları sürece DYY'nin Türk Şirketleri üzerindeki etkisinin olumlu olduğu sonucuna varılabileceğini belirtmişlerdir.

Nakano ve Nguyen (2013), 1998-2011 döneminde Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen tüm elektronik firmaları kapsamaktadır. Japon firmalarının geniş kapsama alanı sağlayan bir veri tabanı, 205 firma tespit edilmiştir. Son örnek, toplam 2285 firma yılı gözlemi veren 198 firmaya indirgenmiştir. Her firma için ortalama süre sayısı 11,54 yıldır. ROA'ya odaklanarak, yabancı mülkiyet katsayısının, oldukça önemli olduğu sabit firma etkileriyle elde edilen sonuçların aksine, tüm dönem ve 2008 mali krizinden önceki alt dönem için istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna varılmıştır. Bu bulgunun, firma etkilerinin zamana göre değiştiğini ve yabancı mülkiyete olumlu yönde bağlı olduğunu gösterirken, korelasyon düzgün bir şekilde kontrol edildiğinde, yabancı mülkiyete bağlı performans etkisinin çok daha zayıf çıktığı görülmüştür. Bununla birlikte, yabancı yatırımcıların, katsayının 2005-2011 döneminde oldukça belirgin hale gelmesi gerçeği göz önüne alındığında, Japonya'daki etkilerini arttırdıkları da görülmektedir.

Kwona ve Park (2018), yine Japonya'daki yabancı firmaların araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) faaliyetlerinin, özellikle firma düzeyinde bir panel veri setine dayanan yurtiçi firmalarının Ar-Ge çalışmalarından dolayı farklılık gösterip göstermediğini deneysel olarak incelemektedir. Çalışmada, üç farklı nedenden ötürü bağlı ortaklıkların Ar-Ge yatırım davranışlarındaki önemli farklılıkları açıklanmaktadır: yabancı bir sermayeye sahip olmak, şirket grubu üyeliği ve işletme birimleri arasındaki ilişki derecesi. Sonuçta ilk olarak, başka bir firmaya ait olan firmalar Ar-Ge'de bağımsız firmalardan daha az aktif olduğu görülürken, ikinci olarak, yabancı şirket ana şirketin G7 ülkesinden olup olmadığının önemli olmadığı ancak ana şirketin G7 ülkesi olmayan bir ülkeden gelmesi durumunda, Ar-Ge yoğunluğunun yabancı mülkiyete önemli derecede ve pozitif olarak bağlı olduğu belirtilmiştir. Ayrıca şirketi ana şirket ile ilişkili olan bağlı ortaklıklar için, ana şirket yerli bir şirkete Ar-Ge yoğunluğu düşük, yabancı bir şirket ise daha yüksek olduğu görülmüştür. Bu bulgular, küreselleşmenin ve firmaların bütünleşmesinin sadece üretim modellerini ve küresel tedarik zincirlerini etkileyebileceğini, aynı zamanda iç Ar-Ge faaliyetlerinin seviyesi üzerinde önemli bir etkisi olabileceğini göstermektedir. Bu çalışma, şirket grubu kararları ve yabancı sahipliğin, 2000-2008 yılları arasındaki Japon İşletme Yapısı ve Faaliyetleri Temel Anketine dayanan bir üretici firma düzeyinde panel veri seti kullanarak yerel iştiraklerin Ar-Ge faaliyetlerini nasıl etkilediğini ampirik olarak incelemektedir. Burada elde edilen ampirik sonuçlar, teknolojik olarak gelişmiş bir ülkeden yabancı bir şirket grubunun bir ülkede bir yan kuruluş kurması durumunda, bunun yerel ekonomideki firmaların ortalama Ar-Ge yoğunluğunu azaltabileceğini göstermektedir. Bunun nedeni, bağlı ortaklığın yabancılara ait olması değil, bir kurumsal iş grubunun parçası olmasındandır. Buna karşılık, teknolojik olarak daha az gelişmiş ülkelere

yapılan doğrudan yatırımların, ev sahibi ülkedeki firmaların ortalama Ar-Ge yoğunluğunun daha yüksek olmasına neden olabileceği belirtilmiştir. Bireysel firma düzeyinde, bu sonuçlar DYY yayılma hipotezi ile tutarlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Mihai and Mihai (2013), yabancı mülkiyet ile imalatçı firma performansı arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, Bükreş Menkul Kıymetler Borsası'nda kote edilmiş şirketler için düzenlenmiş ve düzenlenmemiş her iki kesimde gerçekleştirilmiştir. 261 şirketten oluşan veri setinde firmaların ekonomik ve finansal performansını ölçmek için Varlık Getirisi (ROA), Öz kaynak Getirisi (ROE) ve Satış Getirisi (ROS) kullanılmıştır. Yabancı mülkiyet, yabancı yatırımcılar tarafından sahip olunan hisselerin yüzdesiyle ölçülmüş olup, analiz için doğrusal regresyon analizi gibi ekonometrik araçlar kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları, ekonomik ve finansal performans ile yabancı mülkiyetin varlığı arasında anlamlı bir bağlantı olmadığını gösterilmiştir. Regresyon katsayılarına göre, yabancı mülkiyetin varlığının performansı düşürebileceğini gösterse de katsayı olarak istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar bulunmuştur. Bununla birlikte, kontrol değişkenlerinin performans üzerinde önemli bir etkisi olduğu da belirtilmiştir. Örneklemden daha büyük olan firmalar daha küçük olanları geride bırakmaktadır.

2001–2009 döneminde Avustralya'daki firmalar için serbest değişkenlikten arındırılmış yabancı mülkiyet ölçütü oluşturan ve yabancı mülkiyetin belirleyicilerini araştıran Mishra (2013), yabancıların büyük Avustralya şirketlerine yatırım yapmayı, yurtdışında listelenen firmaları ve yurtiçi çapraz işletmelere sahip şirketleri tercih ettiklerini belirtmiştir. Yabancı kurumların Avustralya şirketlerinde önemli iştiraki olduğu tespit eden Mishra, sonuç olarak, çeşitli ekonometrik tahmin teknikleri kullanarak, yurtdışında listelenen Avustralya şirketleri için yabancıların bu yönde tercihi olduğunu savunmaktadır. Yurtdışında listelenen Avustralya şirketleri, yatırımcı koruma düzenlemelerinin dış ortamını, muhasebe standartlarını, açıklama gerekliliklerini tercih ettiği vurgulanırken, böylece görünürlüğünü artıran ve aynı zamanda yabancılarla bilgi maliyetlerini azaltan yüksek kaliteli finansal bilgiler üreteceğini ifade etmiştir.

Randøy ve Goel (2003) topladıkları veriler ışığında, 1996, 1997 ve 1998 yıllarına ait 204 firmayı yıl bazında incelemişlerdir. Gözlemler, Norveç'te bulunan ve 1997 yılında 83 milyon ABD Doları satış yapan 72 adet halka açık (Oslo Menkul Kıymetler Borsası) şirketin ilk rastgele örneklemeinden alınmıştır. Norveç'te halka açık olan 68 küçük ve orta büyüklükteki işletme (KOBİ) örneğini kullanan ampirik testler, aile liderliğinin kurulmasının (CEO veya başkan) mülkiyet yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi değiştirdiğini göstermektedir. Bunun girişimcilik fırsatlarını finanse etmek isteyen aile şirketlerinin kurulması için önemli etkileri olduğu belirtilirken, spesifik olarak, kurucu olmayan firmalar

düşük seviyede bir yönetim kurulu ve sahiplik seviyesinden, yüksek bir blok sahibi mülkiyeti seviyesinden ve yüksek bir yabancı mülkiyet seviyesinden faydalandığı çünkü ajans maliyetlerinin yüksek olduğu bir bağlamla karşı karşıya kalabilecekleri, öte yandan, kurucu aile şirketlerinin, düşük kurum maliyetleri nedeniyle yüksek bir içerden sahip olma, düşük bloklu bir sahiplik ve düşük bir yabancı sahiplik seviyesinden faydalandığı vurgulanmıştır.

Smith vd. (1997) sosyalizm sonrası ekonomisinin başlangıcında, Slovenya'daki yabancı ve çalışan mülkiyet oranını ve etkilerini incelemiştir. Veriler, 1989-1992 yılları arasında dört yıllık bir süre boyunca Slovenya'daki firmalarda tüm üretim evreni için gelir tablolarından ve bilançolardan elde edilmiştir. Veriler, 1989-1992 yılları arasında Slovenya'daki “kendiliğinden özelleştirmenin” etkisini yansıtmaktadır. Sonuçlar, daha yüksek gelirli, kârlı ve ihracat yapan firmaların Slovenya'da geçişin ilk aşamalarında aktif ve yabancı mülkiyetli olmanın daha muhtemel olduğunu göstermiştir. Daha uzun ve kısa vadeli dış kredisi olan firmaların dış mülkiyeti sergileme olasılığı daha yüksek olduğu belirtilirken, bu durumun, çalışan ve mülkiyeti olan firmalara, aynı zamanda bazı yabancı mülkiyete sahip olanlara yapılan bir yatırımın, yabancı kredi pazarlarına erişimin iyileştirildiğini ortaya koymaktadır. Birincisi, beklendiği gibi, ihracat hem çalışan hem de yabancı mülkiyet ile olumlu yönde ilişkilidir. İhracat potansiyel firmalar tarafından bir firmanın geçiş sürecinden kurtulma yeteneğinin iyi bir göstergesi olarak görülebilir. İkincisi, kârlar hem yabancı hem de çalışan mülkiyet denklemlerinde pozitif ve istatistiksel olarak önemlidir. Bu sonuç daha karlı firmaların, özellikle kendiliğinden özelleştirme koşulları altında, özelleştirme için daha çekici adaylar olarak kabul edildiğini göstermektedir. Üçüncüsü, şaşırtıcı olmayan bir şekilde, daha uzun ve kısa vadeli yabancı krediye sahip olan firmaların, yabancı mülkiyeti sergileme olasılığı daha yüksektir. Beklenmeyen bulgular da içeren bu çalışmada, getirilerin çalışan sahipliği denkleminde pozitif ve istatistiksel olarak önemli olduğu görülürken, bu durumun yabancı mülkiyet için böyle olmadığı tespit edilmiştir. Çalışan payının üzerindeki işaretin tersine çevrilmesi beklenebilir, çünkü çalışan mülkiyetinden elde edilen verimliliğin genellikle daha küçük firmalarda daha kolay gerçekleştiği düşünülmektedir. İki aşamalı Tobit en küçük kareler prosedürü kullanarak özelleştirme ile firma performansı arasındaki eşzamanlılığın kontrol edildiği bu çalışmada, mülkiyet türüne göre çıktının esnekliği tahmin edilmekte olup, yabancı mülkiyetteki yüzdelik dilimdeki bir artış, katma değerde yaklaşık %3,9'luk bir artışa sebep olurken, bu durum çalışan sahipliği için yaklaşık %1,4'lük bir artışa sebep olmaktadır. Aynı zamanda, her iki mülkiyet biçimi için de marjinal verimlilik artışının azaldığına dair kanıtlar bulunmuştur.

Özel mülkiyet sahibi büyük İspanyol iştirakleri örneğinde yabancı mülkiyetin finansal performansla nasıl ilişkili olduğunu inceleyen Noguer vd. (2017), 2102 büyük özel İspanyol iştiraklere bağlı ortaklığı, doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının yüzde 50'sinden fazlasını elinde bulunduran başka bir şirket (yani ana şirket) tarafından kontrol edilen bir şirket olarak tanımlamıştır. Özellikle, yerel kontrol altındaki firmalara göre dış kontrol altındaki firmaların satış avantajı, ana firmaların maddi olmayan duran varlıklarını, performans primi ile sonuçlanması gereken yabancı bağlı ortaklıklarına transfer etmelerini sağlayan içselleştirme argümanı ile uyumludur. Bu argümanla tutarlı olarak, DYY'nin İspanya'dan daha üretken ülkelerden gelmesi durumunda, dış kontrol ve performans arasındaki negatif ilişkinin azaltıldığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla, yabancı grup yan kuruluşlarının yerel grup yan kuruluşlarından daha yüksek satış cirosu rapor etmelerine rağmen, işletme gelirleri düzeyinde satış avantajlarını kaybettikleri sonucuna varmışlardır. Ek olarak, ampirik kanıtlar, bu kaybın sebebinin, yabancı grup iştiraklerinin çalışanlarına ödedikleri iddia edilen yüksek ücretlerle ilgili olduğunu, çünkü ücret masraflarının karla ilgili tedbirlerden ve CFO'lardan dış kontrol altında tutulduğundan, Yerel gruplar tarafından kontrol edilenlerden daha yüksek finansal performansa sahiptirler. Ayrıca ana şirketin kendi ülkesindeki İspanya'daki üretkenlik seviyesinin araştırılan ilişki üzerinde bir etkisi olup olmadığı test edilirken, sonuçlar, doğrudan yabancı yatırımların İspanya'dan daha yüksek verimlilik seviyelerine sahip bir ülkeden gelmesi durumunda, yabancı sermaye ile firma performansı arasındaki negatif ilişkinin azaltıldığını göstermektedir.

Schoors ve Van de Tol (2002) ise DYY'nin Macaristan'daki yerli firmalar üzerindeki etkisine dikkat çekmektedir. Yabancı firmaların yerel firmalardan daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Macar firmaları için şirket verileri, AMADEUS bürosu van Dijck veri bankası tarafından sağlanmıştır. Bu veri tabanı orta ve büyük şirketler için şirket paneli verilerini içermektedir. Yabancı firmaların varlığının, özellikle çok açık sektörlerde, aynı sektördeki yerel firmaların işgücü verimliliği üzerinde olumlu bir yayılma etkisine sahip olduğu belirtilirken; sektörlerdeki yayılma etkilerinin, sektörler içindeki yayılma etkilerinden nispeten daha önemli olduğu bulunmuştur. Kullanıcı sektörlerindeki yabancı yatırımlar yerel tedarikçiler üzerinde olumlu bir yayılma etkisi yaratırken, bunun aksine, tedarikçi sektörlerdeki yabancı yatırımların söz konusu olduğu görülmüştür. Yerel firmaların teknoloji tutumu ile ölçülen emme kapasiteleri, muhtemelen Macaristan'daki göreceli olarak genel teknoloji seviyesi nedeniyle, yayılma etkilerinin hiçbirini etkilememektedir. İlk etapta, yalnızca doğrudan mülkiyet etkisine bakılan bu çalışmada, önce basit bir OLS ve daha sonra bir tedavi efektleri modeli tahmin edilmektedir. OLS panelinde, her zaman önemsiz olan tüm denklemler sektörel kuklalarını, bölgesel kuklaları ve yıl kuklalarını dahil edilmiş olup Macaristan'da yabancı

mülkiyetin işgücü verimliliği üzerindeki etkisini analiz edilmiştir. Beklendiği gibi, yabancı mülkiyetin işgücü verimliliği üzerinde net bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılrken, sektörel yayılmaların olumlu etkileri (rekabetin etkisi, taklit etme ve işgücü cirolarının öğrenilmesi) olumsuz etkilere (pazar çalma) göre daha baskın olduğu görülmüştür. Net pozitif sektörel yayılma etkileri, özellikle imalat ürünleri ihracatının verimlilik kaynaklı büyümesine katkıda buldukları çok açık bir şekilde görünürken, bu güven verici bir durumun Orta Avrupa'nın geri kalanı için ileriye dönük bir yol haritası olduğu belirtilmiş ve sektörler arası yayılma etkileriyle ilgili olarak, bunların sektörel yayılmalardan çok daha önemli ve ekonomik olarak daha önemli olduğu görülmüştür. Nitekim sektörler arası yayılma, yayılma etkilerinin yabancı işletmelerden yerel firmalara en önemli aktarım mekanizmasını oluşturmaktadır. Dolayısıyla, müşteri firmalarındaki DYY'nin, yerel tedarikçiler (ileriye doğru yayılma) üzerinde oldukça olumlu bir etki yaptığı saptanmıştır.

Anh ve Phu (2018), büyüklüğün ve yabancı mülkiyetin Vietnamlı firmaların performansları üzerindeki etkisini 2009'dan 2015'e kadar incelemiştir. Çoklu regresyon analizi, yabancı yatırımcıların hisselerinin ve artan büyüklüklerin firmaların Tobin q'larını iyileştirmelerine yardımcı olmadıklarını ortaya koyarken, bazı ülkelerdeki bulguların, yabancı paylardaki artışın hem borsaya hem de borsa şirketlerine uzun vadeli faydalar getireceği gösterilmiştir. Bu durumun da Vietnam'daki devlet şirketlerinin sayısını diğerlerine göre eşitlemesini hızlandırmaya yardımcı olduğu vurgulanmıştır.

Barbosa ve Lori (2015), yapmış oldukları çalışmalarında Portekiz ve Yunanistan'da faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin (MNE) verilerini kullanarak bu firmaların yerli firmalardan farklı performans gösterip göstermediğini araştırmaktadır. Bunlardan ilki sırasıyla 1997 yılında Yunanistan'da faaliyet gösteren 2651 ve 1992 yılında Portekiz'de faaliyet gösteren 523 firmayı içermektedir. Firmaların kârlılık normalliklerinden hareketle, güçlü kuantil regresyon tekniğinin kullanılmasına sebep olurken, tahmin sonuçları, Portekiz'de faaliyet gösteren firmaların performansları bakımından mülkiyet bağlarının önemli bir fark yaratmadığını göstermektedir. Yunanistan'da ise sonuçlar, faaliyet gösteren firmalar için benzer iken, yalnızca brüt kârın en yüksek miktarlarda olan firmalar karşılaştırıldığında, MNE'lerin yerli firmalardan daha iyi performans gösterdiği bulunmuştur. Bu durumun da muhtemelen, MNE'lerin dışsallık sorumluluklarını telafi etmek zorunda olmaları, teknolojik avantajlarına rağmen, iç rakiplerine sürekli olarak daha iyi performans gösterememeleri olduğu belirtilmiştir. Amaç, performans değişkenlerini tanımlamak ve en önemlisi, iki farklı ülkeye özgü imalat firması örneklerini kullanarak gerek vardiya değişkeni gerekse sektör değişkeni ölçüm teknolojisi yayılımları olarak özel olarak doğrudan yabancı yatırımın rolünü

incelenmesidir. Tahmin sonuçları, performansı etkilemesi muhtemel olan firma ve sektöre özgü özellikleri kontrol ettikten sonra, mülkiyet bağlarının Portekiz'deki firmalar için önemli bir fark yaratmadığını, sonrasında ise da çokuluslu firmaların yerli firmalardan daha iyi performans gösterdiğine dair şüpheler yarattığını göstermektedir. Çünkü bu firmalar yabancı olma sorumluluklarını telafi etmek zorundalar. Tersine, Yunanistan'da faaliyet gösteren MNE'ler, belirli bir kârlılık ölçüsü (varlıklardaki brüt getiri) ve özellikle de üst nicelikteki firmalar karşılaştırıldığında, dikkate alındığında Yunanistanlı firmalardan önemli ölçüde daha kârlıdır. Her iki ülkede de bir sektördeki yabancı varlığın yoğunluğu, marjları etkilemeden rekabete karşı nötr görünmektedir. Bu nedenle, eğer MNE'ler üstün bir göreceli performans gösterirlerse, muhtemelen zorlu rekabetin dayattığı yerel kârlılık üzerindeki zararlı etkilere atfedilemezler.

Konings (2000), doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan üç pazar ekonomisinde, Bulgaristan, Romanya ve Polonya'da firmaların performansı üzerindeki etkilerini incelemiştir. 1993-97 yılları arasında Bulgaristan, Romanya ve Polonya'da 5000'den fazla firmadan oluşan bir panel veri seti kullanılırken, kullanılan veriler 1993-97 yılları arasında Bulgaristan'daki 2321, yine aynı dönem için Polonya'da 262 ve Romanya'da 1994-87 yıllarında faaliyet gösteren 3844 firma hakkında bilgi vermektedir. Yabancı firmaların, bu ülkeler arasında daha gelişmiş bir geçiş ekonomisi olan Polonya hariç, yerli firmalardan daha iyi performans göstermediği görülmüştür. Bu durum da yeniden yapılanmadaki gecikmelerden dolayı mülkiyet etkilerinin performans üzerinde bir etkisinin oluşmasının zaman alabileceğini gösterdiği belirtilmiştir. Ek olarak, olumlu yayılma kanıtlarının bulunmadığına, yerli firmalara yapılan yatırımların olumsuz ya da olumsuz olduğuna dikkat çekilirken, bu durum Bulgaristan ve Romanya'da ölçek artışı (ortalama maliyet eğrilerinin azalmasıyla) varsayımına dayanan teknolojik bir yayılma etkisine karşı baskın olan rekabet etkisiyle rasyonalize edilmektedir. Rekabet etkisinin, teknoloji açığı çok büyükse, Bulgaristan ve Romanya gibi daha az gelişmiş ülkelerde olduğu gibi teknoloji etkisine karşı baskın olabileceği belirtilmiştir.

Keller ve Yeaple (2005) ise ithalatla ilişkili yayılmanın büyüklüğünü ve DYY'yi oluşturan çokuluslu şirket (ÇUŞ) iştiraklerinin faaliyetlerini tahmin ettikleri çalışmalarında 1987-1996 yılları arasında yaklaşık 1300 ABD firması örneği ile, önemli DYY yayılmalarına ilişkin önemli sonuçlara ulaşmış olup, DYY yayılımlarının bu dönemde ABD verimlilik artışının % 10'undan fazlasını oluşturduğunu ancak genel olarak ithalat konusundaki kanıtların ise daha az kesin olduğu sonucuna varmışlardır.

Doğrudan yabancı yatırımın kriz sırasında daha iyi bir kuruluş performansı sağlayıp sağlamadığını ve bunun nedenini detaylı bir şekilde araştıran Alfaro et al. (2012) üretimin rolünü ve finansal durumunu ÇUŞ'lere bağlı ortaklıkları ile ana şirketler arasındaki bağlantıları

inceleyerek, farklı kuruluşların olumsuz talebe ve finansal şoklara karşı nasıl tepki verdiğini açıklamaya çalışmışlardır. Ekonomik krizlerde yabancı mülkiyetin farklı bir etki gösterip göstermediğini incelemek için kriz dönemindeki sonuçları kriz dışı yıllarla karşılaştırılan bu çalışmada yabancı mülkiyetin ve bağlantıların tahmini etkisinin, iç bağlantıların ve gözlemlenmemiş firma heterojenliğinin etkisi gibi sorunları ele alan alternatif ampirik şartların güçlü olduğunu göstermektedir. Yurt içinde iştirak edilen bağlı ortaklıkların üretim ve finansal bağlantılarının kriz sırasında benzer bir etki yapıp yapmadığı incelenirken, yurt içi iştiraklere kıyasla, yabancı sermayeli iştiraklerin krizdeki yerel karşı taraflara göre daha büyük bir avantaj sergiledikleri görülmüştür. Dahası, yerli ana şirketlerle olan finansal bağlantılar da dengeleyici bir rol oynarken, yabancı finansal bağlantıların etkisi önemli ölçüde daha büyük olduğu ve yalnızca yabancı üretim bağlantılarının işletmeler üzerinde önemli ve olumlu bir etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Bu sonuçlara ek olarak, doğrudan yabancı yatırımların yerli şirketler için önemli verimlilik artışlarına yol açtığı gösterilirken, doğrudan yabancı yatırımların büyüklüğünün ekonomik olarak önemli olduğu vurgulanarak, bu büyüklüğün ABD firmalarının verimlilik artışının yaklaşık %11'ini oluşturduğu tahmin edilmiştir ve ÇUŞ'lere bağlı kuruluşlarının yakın tarihte ortaya çıkan krizlere ortalama olarak benzer ekonomik özelliklere sahip yerel kontrollerden daha iyi tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte, yabancı mülkiyetin avantajı kriz sırasında açıkça ortaya çıkarken, kriz dışı yıllarda nispeten daha sessiz kaldığı gözlemlenmiştir. Üretim ve finansal bağlantılar, ÇUŞ'ye bağlı ortaklıklarının farklı tepkilerini açıklamada kritik rol oynadığı görülmüş olup, yabancı ana firmalarla daha güçlü dikey üretim bağlantılarını paylaşan kuruluşların, kriz sırasında, özellikle kriz sıklığının daha fazla olduğu ev sahibi ülkelerde daha dayanıklı bir performans sergilediği görülmüştür. Buna karşın yatay bağlantılı kuruluşların krize daha az olumlu tepki verdiği tespit edilirken, aynı durumun kriz dışı yıllarda da yine daha az tepki verdiği gözlemlenmiştir. Kritik olmayan dönemde dikey ÇUŞ yan kuruluşları yerel uyumsuzlıklarından farklı bir performans sergilerken, yatay alt kuruluşların biraz daha iyi bir performans sergilediği belirtilmiştir. Mali bağlantıların benzer şekilde kriz sırasında önemli bir rol oynadığı görülürken, firma içi daha büyük finansal bağlantılara sahip endüstrilerde faaliyet gösteren ÇUŞ yan kuruluşların, yerel karşı taraflara göre daha büyük bir avantaj ortaya koyduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2004-2014 döneminde 500'den fazla listeleli Rus firmaları örneklemini analiz eden Bykova ve Lopez-Iturriaga (2017), yabancı hissedarları olan ihracatçı şirketlerin, tamamen yerli sermayeli emsallerinden daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yabancı mülkiyetin kökeninin de ilgili olduğunu çünkü bu olumlu etkinin, daha yüksek teknolojik gelişime veya daha gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde özellikle güçlü

etkiler bıraktığını belirtmişlerdir. Buna karşılık, teknoloji edinimi ya da gelişmiş pazarlardan gelen hissedarların yardımı ile finansal kısıtların gevşetilmesi, ihracatçı firmaların gelişmekte olan ülkelerin performansını artıran ve yabancı mülkiyetin etkisinin anlaşılmasına yol açan etkili bir mekanizma gibi görünmektedir. Bu sonuçlarla, farklı firma performansı, yabancı mülkiyet ve alternatif model teknik özellikleri açısından güçlüdür. İhracatçı olmanın tek başına bir firmanın performansını etkilememesi gerçeği bize sonucu da vurgulanırken yabancı hissedarların varlığı, aktif kârlılığı doğrudan olumsuz yönde etkiliyor gibi görünmektedir.

Jongwanich ve Kohpaiboon (2008), yapmış oldukları çalışmalarında, bir firmanın ihracat kararının belirleyicileri ve çok uluslu firmaların Tayland imalat verilerine dayanarak yurtiçi firmalara ihracat yayılımları yaratmadaki rolünü incelenmektedir. MNC'lerin rolüne ek olarak, bu çalışma, bir firmanın ihracat kararını belirlemede piyasa yapısının rolünü incelemektedir. Firmaların kesitsel ekonometrik analizi, Tayland'da bugüne kadar mevcut tek nüfus sayımı olan 1997 endüstriyel nüfus sayımı kullanılarak yapılmıştır. Model seçim kriterlerine dayanan ekonometrik sonuçlar Probit modeline dayandırılmıştır. Kilit bulguları ise, ÇUŞ'lerin sadece Tayland imalatında ihracat faaliyetini arttırmada değil aynı zamanda yurtiçi firmalara ihracat yayılımı yaratmada da önemli bir rol oynama eğiliminde olduğudur. Bununla birlikte ÇUŞ'lerin ihracat faaliyeti/yayımları üzerindeki etkisi otomatik değildir, ancak ticaret politikası rejimine bağlıdır. Özellikle yüksek tarife koruması açısından kısıtlı bir ticaret politikası, ÇUŞ'lerin ihracat artışını ve genel ihracat faaliyetlerini artırma sürecini geciktirebilir. Diğer bir deyişle, yüksek ÇUŞ katılımı seviyeleri yüksek ihracat kararı ve ihracat yayılma olasılığı ile sonuçlanabilse de yüksek MNC katılımı yüksek ihracat aktivitesine / yayılımlarına çevrilecekse, açık ticaret politikaları ile teşvik edilen rekabet gerektireceği sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte, yüksek tarife koruması, yoğunlaşmış firmaların iç ve dış pazarlar arasında fiyat ayrımcılığını gözlemlemesine ve ihracatı artırmasına izin vermesine rağmen, yüksek tarife oranlarının ihracat faaliyeti/yayımları üzerindeki olumsuz doğrudan etkisinin ve ticaret politikası tarafsızlığının firmaların ihracat kararları üzerindeki göreceli önemini vurgulamaktadır.

Griffith vd. (2004), yabancı mülkiyet ile verimlilik arasındaki ilişkiyi incelemiş, mevcut literatürde ihmal edilen iki konuya özellikle dikkat ederek- çok uluslu şirketlerin hizmet sektörlerindeki rolü ve yabancı çokuluslu şirketler tarafından yürütülen Ar-Ge faaliyetlerinin önemini ve büyük ölçüde imalat sektörüne odaklanan mevcut teorik ve ampirik araştırmaları gözden geçirmektedir. Bununla birlikte Büyük Britanya için kuruluş düzeyinde üretim, hizmet sektörü ve Ar-Ge verilerini kullanarak yeni kanıtlar sunmaktadırlar.

Çok uluslu firmaların sahip olduğu kuruluşlar (İngiliz veya yabancı), çok uluslu olma maliyetinin sabit olduğu ve yalnızca bu sabit masrafları karşılayacak kadar üretken olan firma olmayı seçtiği fikrine uygun olarak, tamamen yerli firmaların sahiplerinden önemli ölçüde daha üretkendir. Yabancı çokuluslu şirketlerin sahip olduğu kuruluşların, İngiliz işçi şirketlerinin sahiplerinden daha yüksek işgücü verimliliğine sahip olduğuna dair kanıtlar vardır, bu da çalışan başına kısmen daha fazla yatırım ve ara kullanımı gösterir. İngiliz ve yabancı çokuluslu şirketlerin sahip olduğu kuruluşlar arasındaki işgücü verimliliğindeki farkın, hizmet sektöründe üretim sektöründen daha küçük olduğunu tespit etmişlerdir.

Griffith vd. (2014), ÇUŞ'lerin, ticaret politikası rejiminin ve piyasa yapısının rolüne ek olarak, firmanın büyüklüğünün, yaşının ve verimliliğinin firmanın ihracat kararını belirlemede önemli olduğunu bulmuştur. Bu faktörlerdeki bir artışın, firmanın ihracat kararını verme olasılığını artırabileceği ve büyüklüğün aksine, firmanın yaşı ve üretkenliği açısından doğrusal olmayan bir ilişki bulunduğu belirtilmiştir. Ayrıca, sermaye-emek oranının istatistiksel önemi, bir firmanın Tayland imalatındaki ihracat kararının, ülkenin karşılaştırmalı üstünlüğü ile karşılaştırılabilir olduğu yani bir firmanın emek yoğun sektörde ihracat yapma kararının olasılığının önemi vurgulanmıştır.

Damijan ve Knell (2015) ise özellikle Estonya ve Slovenya'da uygulanan iki farklı özelleştirme yönteminin, teknolojinin doğrudan yabancı yatırımlar ve yayılma yoluyla iç ekonomiye aktarılması üzerindeki etkisine odaklanmaktadır. Her iki ülkede de 1990'ların ikinci yarısı için firma düzeyinde verilerin mevcudiyeti, sadece teknoloji transferi ve yayılmasına yol açan faktörleri incelemek için fırsat sağlamış olup, aynı zamanda bu iki ülkeyi özelleştirme yöntemleri açısından da karşılaştırmaktadır. Aynı zamanda teknoloji transferi ve yayılmaların ölçülmesine de katkıda bulunan bu çalışmada, önceki bazı raporlarda olduğu gibi, çok uluslu ana şirketten, kendilerine bağlı şirketlere doğrudan yabancı yatırım yoluyla doğrudan teknoloji transferinin etkilerini incelemekte ve aynı zamanda bağlı kuruluştan iştirakçi ülkedeki diğer firmalara dolaylı teknoloji yayılmalarını incelemek için firma düzeyinde veriler kullanmaktadır. Buldukları en önemli sonuç ise, özelleştirme yönteminin bir firmanın yurt dışından teknoloji elde etme şeklini etkilediğidir. Özelleştirme programı ile kayda değer miktarda DYY çeken Estonya'nın, bu kanalı teknoloji için küresel pazarlara doğrudan erişim elde etmek için kullanmış olduğu belirtilirken, yine de bu bulgulara dayanarak her iki ülkedeki firmaların gelecekteki performansları hakkında genel bir çıkarım yapmanın zor olduğu belirtilmiştir. Şimdiye kadar, farklı özelleştirme yollarının her iki ülkede de orta vadeli büyümeyi etkilemediği görülürken, her iki ülkenin de 1990'ların ikinci bölümünde benzer şekilde yüksek büyüme oranlarında büyümeyi başardığı sonucuna varılmıştır.

Eppinger vd. (2015), İspanya imalat sektöründe uluslararası ticaret konusunda etkin bir perspektif sunmaya çalıştıkları analizlerinde, odak noktası olarak 2008 yılında yaşanan finansal kriz ve sonrasında yaşanan durgunluk üzerinde durmuş olup, bu sıkıntılı durumun küresel üretime göre küresel ticarete “büyük ticaret çöküşü” olarak adlandırılan ani ve orantılı bir düşüşe neden olduğu belirtilmiştir. Öncelikle, finansal krizin ve sonrasındaki durgunluğun dış pazara giriş ve çıkış üzerinde olumsuz bir etkisi olmadığı görülürken, aksine bu durumda uluslararası ticarete katılan firmaların daha büyük bir payının olduğu ve firmaların ihracat portföylerini Avrupa Birliği dışındaki daha uzak bölgeleri içerecek şekilde çeşitlendirdikleri görülmüştür. İkincisi, ihracat pazarında faaliyet gösteren firmaların finansal krizlerde ihracat hacminin düştüğünü görürken, bu düşüşün ihracatla sınırlı kalmadığı, aksine yurt içi satışlarında da aynı oranda olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, üretimlerinin bir kısmını dış pazarlara ihraç eden firmalar ile kendilerini iç pazarla sınırlayan firmalar arasındaki verimlilik ve kriz dayanıklılığı arasındaki farkların araştırıldığı bu çalışmada, özellikle ihracatın firmaları kriz sonrası yıllar boyunca verimlerinin düşüşü, iş kayıpları ve piyasadan çıkma risklerine karşı koruyabileceği kontrol edilmiştir.

Başka bir çalışmada ise Park et. al. (2006), Çin'in Asya finansal krizi sırasında ihraç ettiği doğal bir sürecin temel alındığı tanımlanmış olan rastgele bir araştırma örneklemini üzerinden bir sonuca ulaşmaya çalışmışlardır. Haziran 1997'de Tayland bahtı'nın devalüasyonu, dünya genelinde birçok para biriminde spekülasyon saldırılara yol açmış olup, Çin yuanı ABD dolarına bağlı kalırken, Çin ihracatının birçok önemli hedefi kriz nedeniyle (hem nominal hem de gerçek) değer düşüklüğü yaşadı. Dolayısıyla bu çalışmalarında, dışsal şokların ihracat talebine ve Çin firmalarının performansı üzerindeki etkisini incelemektedir. 1997'de, Asya'daki finansal kriz, Çin'in ihracatının önemli hedeflerinde büyük oranda reel döviz şokuna yol açtı. Çoğu firma ihracat ülkelerinde iyi çeşitlenmediğinden, ihracat talebindeki değişiklikler firmalar arasında büyük bir heterojenlik gösterdi. Bir firmanın ihracat ortaklarındaki daha büyük reel para amortismanının, Asya krizinden önce ve sonra firma ihracatında daha büyük düşüslere yol açtığı ve ihracatın firmaların toplam faktör verimliliğini, toplam satışlarını ve varlıkların getirilerini artırdığı tespit edilirken, gözlemlenen ihracata dayalı verimlilik değişimlerinin “ihracata dayalı öğrenme” sonucu olmasının üzerinde durulmuştur. Bunun DA ihracat verimlilik ilişkisi esas olarak gelişmiş ülkelere ihracat yapan firmalarda görüldüğü belirtilmiştir.

Bunun yanında çalışmalarında iki soruyu ele alan Kemme et. al. (2014) ilk olarak, Bilgi Teknolojisi (IT) endüstrisi firma düzeyinde panel verilerini kullanarak, ihracat kararının belirleyicilerini incelemekte olup, özellikle yabancı yatırımın, firmaların yabancı pazarlara

girmenin başlangıç maliyetlerini aşmasını ve dolayısıyla ihracata yönelik olmasını sağlayıp sağlamadığı Logit modelinde rastgele etkiler tahmin ederek bulunmaya çalışılmıştır. İkinci olarak ise, ihracata karar verdikten sonra, yabancı yatırımın ihracat hacmini nasıl etkilediği araştırılmıştır. Özellikle, ihracat eğilimini arttırıp arttırmadığı sorusuna cevap bulmak için rastgele etkileri bulmak amacıyla Tobit modelini tahmin etmişlerdir. Sonuç olarak ise bir firmanın özellikle yabancı sermayeyi (doğrudan yabancı yatırım) çektiği için, ihracatının diğer faktörleri kontrol ederken açıkça arttığını göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımın ihracat kararına etkisinin de olumlu ve önemli olduğu belirtilmiştir. Hem DYY hem de FPI (Yabancı portföy yatırımı) olarak yabancı yatırımların firmanın ihracat kararını ve ihracat eğilimini ve alıcı olmayanların yararlanma derecesini nasıl etkilediği araştırılırken, ihracat kararıyla ilgili olarak, yerli firmaların ihracat olasılığının DYY açısından olumlu yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Yabancı yatırımları DYY ve FPI'ya (Yurtdışı Portföy Yatırımları) ayırdığımızda DYY'yi değil ihracat kararını etkileyen DYY olduğunu görülürken, firmanın ihracat eğilimine odaklanan çalışmada, yine yabancı yatırımlarla ilgili olumlu bir etki olduğuna dair hem DYY hem de FPI ile ilgili önemli ve güçlü kanıtlar bulunmuştur. Yerli firmaların ihracat kararları üzerindeki yayılma etkilerinin istatistiksel olarak önemsiz olduğu bulunurken, bilhassa yayılmacıların diğer sektörlere kıyasla nispeten yüksek olduğu IT sektörüne odaklanılmış olup, yayılmanın var olma ihtimalinin düşük olduğu sonucuna varılmıştır.

Doms and Jensen (1998), çok sayıda ABD imalat şirketinin ayrıntılı verilerini kullandıkları, yabancı ve yerli tesislerin çalışma özelliklerini karşılaştırdıkları çalışmalarında, yabancı sermayeli firmaların yurt içinde bulunanlara göre istihdam, ücret, verimlilik, sermaye yoğunluğu ve teknoloji açısından karşılaştırdığına dair sonuçlar elde etmişlerdir. Tesisler, sahip oldukları milliyetlerine, firma büyüklüklerine ve ABD'ye ait firmaların ABD dışında önemli varlıkları olan firmalara ait olup olmadıklarına göre sınıflandırılmış olup, yabancı çokuluslu firmalar, ABD'li çok uluslu firmalarla, yerel büyük ölçekli işletmelerin tesisler ve küçük ABD'li firmalarla karşılaştırılmıştır. Bu dört kategoriyi karşılaştırdığında, farklı sonuçlar bulunurken, grup olarak, ABD'li çok uluslu şirketlerin en üretken, en büyük ve en yoğun sermayeye sahip olduğu ve en yüksek ücretleri ödedikleri belirlenmiştir. Yabancı çokuluslu şirketler ücret ve verimlilik açısından yakından takip ederler, bunu büyük ölçüde yurt içi odaklı firmalar izler. Bu sonuçlara göre ister yabancı ister yerli olsun, çok uluslu firmaların en üretken, en sermaye yoğun, en yüksek ücretli tesislere sahip olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, yabancılara ait tesisleri tüm yerli tesislerle karşılaştırmanın, bazı yönlerden elma ve portakalı karşılaştırmakla aynı olduğu belirtilmiştir. Çokuluslu şirketlerin sahip olduğu tesislerin, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki ortalama bir tesisten çok daha büyük olma eğiliminde olduğu ve bu durumun

büyüklikle ilişkili özelliklere sahip olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle, yabancılara ait tesislerin, ABD imalatının tamamına göre arzu edilen özelliklere sahip oldukları doğru olduğu savunulurken, bununla birlikte, ABD çok uluslu şirketlerine ait tesislerle karşılaştırıldığında, yabancılara ait firmaların karşılaştırılması uygun bulunmamıştır. Ayrıca bu çalışmada sunulan sonuçlar, 1987 yılında Amerika Birleşik Devletleri'ndeki yabancılara ait üretim tesislerinin, ortalama ABD tesisine göre daha üstün işletme özelliklerine sahip olduğunu göstermektedir. Yabancı sermayeli tesisler daha yüksek ücret öder, sermaye yoğun, daha teknoloji yoğun ve ortalama ABD tesisinden daha verimli iken, yabancı sermayeli firmalar arasında, sahip olduğu ülke bazında büyük farklılıklar görülmemektedir. Bu sonuçlara göre, tesislerin işletme özelliklerine sahip olmaları için yabancıya ait olmadıkları gerçeğine değil, tesislerin önemli görünen çok uluslu şirketlere ait olduğu gerçeğine işaret edildiği vurgulanmıştır. ABD'nin çok uluslu şirketlerine ait tesisler en iyi işletme özelliklerini sergilerken, bunu yabancı çok uluslu şirketlerin takip ettiği görüşü savunulmuştur.

Kim (2018) çalışmasında, finansal kısıtlamaların, özellikle şirket mülkiyet yapısına vurgu yaparak, firmaların ihracat performansına etkisini araştırmak için 2006-2013 yılları için Güney Kore'deki bir üretici firma düzeyinde panel veri setini kullanmaktadır. Ampirik sonuçlar, yabancı çokuluslu şirketlerin (ÇUŞ) bağlı ortaklıklarının hem kriz hem de kriz dışı dönemlerde finansal kısıtlamalardan etkilenmediğini ve bu durumun yabancı mülkiyet avantajlarını ortaya çıkardığını göstermektedir. Bununla birlikte, yerli şirketlerin kriz yıllarında ihracat üzerindeki finansal kısıtlardan daha fazla sıkıntı çektiği belirtilirken, özellikle, ana firma olmayan yerli firmaların hem kriz hem de kriz dışı dönemlerde finansal olarak kısıtlandığı ortaya konulmuştur. Ancak, ana firmalara sahip olanlar firmaların kriz dönemlerinde de zarar görmelerine rağmen, kriz dışı dönemlerde finansal kısıtlamalar yaşamadığı görülmüştür. Bu nedenle, yerli şirketler arasındaki ana-iştirak bağının, kriz dışı yıllarda değil, kriz yıllarında ihracat faaliyeti üzerindeki finansal kısıtların azaltılmasında önemli bir rol oynadığı belirtilmiştir. Bu nedenle, yerli ana şirketlerin yabancı ÇUŞ ana firmalarına kıyasla, küresel finansal krizlere karşı daha az esneklik gösterdiği söylenmiştir.

Eppinger ve Smolka (2015) ise çalışmalarında, özellikle finansal olarak savunmasız durumda olan firmalar için, yabancı firmaların ihracat piyasalarındaki finansmana daha iyi erişim nedeniyle avantajlarının kredi sıkışıklığı sırasında arttığını göstermektedir. Küresel finansal krizin İspanyol imalat firmalarının ihracat yoğunluğu (ihracatın toplam satışlar içindeki payı) üzerindeki etkisinin incelendiği çalışmada, özellikle yabancı sermayeli firmalardaki ihracat yoğunluğunun, kriz öncesi ve sırasındaki yerli firmalardaki gelişimi karşılaştırılmaktadır. Bu farklılıklar arasındaki fark yaklaşımı, firmanın sabit etkileriyle

birlikte, krizin firma ihracatı üzerindeki yabancı mülkiyet statüsüne göre ayırıcı etkisinin tespit edilmesini sağlamıştır. Yabancı sermayeli firmaların genel olarak ihracat pazarlarında rekabet avantajına sahip oldukları görülürken, krizden önce benzer gözlemlenebilir özelliklere sahip yerli bir firmaya kıyasla yurtdışındaki ihracatlarının ortalama %60'ını daha büyük bir oranda olduğu bulunmuştur. Sonuç olarak, DYY'nin, özellikle finansal krizler sırasında, kredi kısıtlamalarını hafifletmek için bir araç olarak hizmet edebileceği görülürken, yabancı sermayeli ana firmaların, İspanyol ortaklarına 2008/09 küresel mali krizinde daha yüksek ihracat yoğunluğu sağlamalarında yardımcı olduğu gözlemlenmiştir.

Dolayısıyla literatürde olan tüm bu çalışmalar incelendiğinde, krizler altında yabancı mülkiyet etkisine dair bir anlaşma görülmemektedir. Ancak sonuçlar, farklılıkların, bağımlı değişkenlerin seçimi ile ilgili olabileceğinden (firmanın hayatta kalması, satış veya ciro artışı, kârlılık), dikkatle ve özenle seçimler yapıp değerlendirilmelidir. Dolayısıyla bu çalışmada, ekonomik yavaşlamalarda istihdam artışı ve ciro büyümesi kullanılarak firmaların performansına odaklanacağız.

Bazı araştırmalar, yabancı şirketlerin sahip oldukları firmaların krizlere karşı daha iyi tepki gösterdiklerini ve kriz sonrasında daha hızlı toparlandıklarını göstermiştir (örneğin, Athukorala, 2003; Narjoko ve Hill, 2007). Yabancı şirketler sahip olma avantajları sayesinde, ana şirketler aracılığıyla kaynaklara ve denizaşırı kredilere daha kolay erişebilirler. Bu avantajlar, ekonomik dengesizliklerde performanslarını geliştirmelerini sağlar (Blalock, Gertler ve Levine, 2005; Desai, Foley ve Forbes, 2004).

Krizlere daha iyi bir tepki gösterme durumu, yabancı sermayeli şirketlerin yatırım motivasyonlarıyla da açıklanabilir. Yerel piyasalara daha az bağımlı oldukları için, olumsuz talep şokunun olumsuz etkisini daha iyi azaltabilirler (Alvarez ve Gorg, 2007). Ayrıca, yurtdışına yatırım yapmak önemli miktarda batık maliyet gerektirdiğinden, ev sahibi ülke ekonomik durumundaki kısa vadeli değişikliklere karşı daha dirençlidir (McAleese ve Counahan, 1979).

Bununla birlikte ABD verilerini kullanan Doms ve Jensen, (1998) yerli ve yabancı kuruluşlar arasında önemli farklılıklar olduğunu göstermektedir. Yabancı sermayeli işyerlerinin, ABD'de sahip olunan ortalama kuruluştan daha yüksek iş gücü verimliliğine sahip oldukları, ancak ABD'deki çok uluslu şirketlerin sahip olduklarından daha düşük iş gücü verimliliğine sahip oldukları görülmüştür. Bu, verimlilik farklılıklarının açıklanmasında önemli olabilecek şeyin, yabancı mülkiyet yerine çokuluslu şirketlerin mülkiyetinin olduğunu göstermektedir (Card vd., 2004).

Öte yandan, bazı araştırmalar yabancı sermayeli şirketlerin yerel firmalara göre ekonomik yavaşlamalara olumsuz tepki verdiğini ortaya koymuştur. Bu durum, üretim tesislerini uluslararası pazarlara transfer etmelerinin daha kolay olacağı için gerçekteşebilir (Gorg ve Strobl, 2003; Lee ve Makhija, 2009), operasyonel maliyetleri (Gao ve Eshaghoff, 2004) ev sahibi ülkelerden ihracat pazarlarına çevirmek için (Lipsey, 2001) ve piyasa ve / veya üretim koşullarının daha az cazip olduğu durumlarda, yerel ekonomiden çıkmak için sınırlandırılabilir. (Alvarez ve Gorg, 2009). Bu tepkiler iş kayıplarını, çıktı kasılmalarını ve iş faaliyetlerindeki düşüşü hızlandırmakta ve bu da sonraki kurtarma sürecini daha da zorlaştırmaktadır.

Son olarak, bir dizi çalışma, yabancı şirketlerle yerli firmalar arasında krizlere karşı tepkiler konusunda kayda değer bir fark bulunmamıştır (örneğin, İrlanda ve Alvarez ve Gorg, şili için 2007, McAleese ve Counahan, 1979).

Nispeten az sayıda analiz, ekonomik krizlere verilen tepkilerde yabancı mülkiyetin rolünü incelemiştir. Çok uluslu ve yerli firmaların şili'deki ekonomik sıkıntıya verdiği yanıtı inceleyen Alvarez ve Gorg (2007), çokuluslu firmaların ekonomik krize yerel firmalardan farklı tepki verdiğini göstermektedir. Desai, Foley ve Forbes (2008), çok uluslu ve yerli firmaların keskin para amortismanlarına verdiği cevabı değerlendirmekte ve ABD'deki çok uluslu iştiraklerin yerel firmalardan çok daha fazla satışları, varlıkları ve yatırımları olduğunu bulmuştur. Kalemli-Ozcan ve diğ. (2011), 1990 ile 2005 yılları arasında altı Latin Amerika ülkesinden, yerel ihracatçıların üstlendiği yatırımları döviz krizlerinin ardından gelen yabancı ihracatçılarla karşılaştırmak için sağlam bir veri tabanı kullanmaktadır. Kısa vadeli döviz borcuna kesin maruz kalmaya bağlı olarak, yabancı sermayeli ihracatçıların yatırımı yerli ihracatçılardan daha fazla artırdığını tespit etmişlerdir.

Yukarıdaki çalışmalardan farklı olarak, bölgesel ekonomik yavaşlamalara ve döviz değerindeki değer düşüklüklerine odaklanmakta, analizimiz son Global Mali Kriz'den alınmıştır. Kurumların ekonomik şoklara verdiği tepkilerde yabancı mülkiyetin farklı rollerini incelemek için küresel kapsamı ve son krizin dikkate değer heterojenliğini araştıran Tong ve Wei (2009) ayrıca, önceki çalışmaların aksine, yabancı mülkiyetin ortalama etkisini değerlendirmeye odaklanmak yerine, ekonomik krizler sırasında yabancı mülkiyetin kuruluş performansını etkileyebileceği kanalları araştırmaya çalışmıştır. Tong ve Wei (2009), sermaye akışlarının hacminin ve kompozisyonunun, imalatçı firmaların karşılaştığı kredi sıklıklağının derecesini etkileyip etkilemediğini incelerken, gelişmekte olan 24 ülkedeki 3.823 firma hakkındaki verileri kullanarak, hisse senedi fiyatlarındaki düşüşün, ortalama olarak, dış finansmana esasen daha fazla bağımlı olan firmalar için daha şiddetli olduğunu tespit etmiştir.

Sonuç olarak, sermaye akışlarının hacminin kredi krizinin ciddiyeti üzerinde önemli bir etkisi olmamasına rağmen, sermaye akışlarının durumunda ise kriz öncesi DYY sermaye girişlerine maruz kalmaması kredi krizini kötüleştirirken, DDY'ye maruz kalmanın likidite kısıtlamalarını azalttığı görülmüştür.

Yabancı sahiplik ile ilgili çalışmaların konularından biri de bankacılık sektörüdür. Bankalar yabancılara ait olduğunda uluslararası şok ve politika yayılmalarının nasıl değiştirildiğini kontrol eder. Bu amaçla, bir (büyük ve yabancı) ülkenin sahip olduğu bankacılık sektörleri ile iki ülkeli bir makroekonomik model oluşturan Brzoza-Brzezina vd. (2017), ampirik bulgularla tutarlı bir şekilde, bankaların yabancı mülkiyetinin, yabancılara şoklara karşı oynaklığı arttırdığını belirtirken, aynı zamanda para ve makro ihtiyati politikaların uluslararası aktarımını da güçlendirdiğini kaydetmişlerdir. Daha sonra ise 2009'da banka sermaye çıkışını önleyerek Polonya düzenleyici makamlarının krizin Polonya'ya bulaşmasını nasıl azalttığını belirtirlerken, ayrıca, yabancı banka mülkiyeti altında bu tür bir politikanın, yerli bankaların yeniden sermayelendirilmesinde şiddetle tercih edildiğini tespit etmişlerdir. Kullandıkları modelde, Euro bölgesindeki büyük bir banka sermaye şokunun Polonya ekonomisi üzerindeki etkisini de taklit etmek için kullanmışlardır. 2009'da banka sermayesinin Polonya'dan çıkışını engelleyen eylemler gibi, yasal düzenlemelerin, yurtdışından kaynaklanan krizlerin bulaşmasını sınırlamada etkili olup olmayacağı sorusuna odaklanarak, böyle bir düzenlemenin Polonya'daki GSYH'deki yavaşlamayı önemli ölçüde azaltılabileceği sonucuna varılırken, ayrıca, yabancı mülkiyetin iç banka sermaye enjeksiyon politikasının etkinliğini önemli ölçüde zayıflattığı da belirtilmiştir.

Küresel finansal krizi izleyen kredi daralmasının ve yabancı banka sahipliğinin yüksek olmasının ya da bankaların yabancı fonlara bağımlı olmasının bir sonucu olup olmadığını araştıran Love vd. (2015), panel vektör oto regresyonlarını yaklaşık 11 yıl boyunca 41 ülkenin çeyreklik verilerine uygulayarak, iç kredi büyümesinin dünyadaki sınır ötesi fonlama şoklarına karşı oldukça duyarlı olduğunu tespit etmiştir. Bununla birlikte, kendi başına yüksek yabancı mülkiyetinin, kredinin yabancı fon şoklarına karşı hassasiyetini arttırdığı görünmemiştir. Aksine, dış fonlamaya ve krediler için yüksek oranlara bağımlı olan ülkelerde hassasiyet daha yüksektir. Bu bulgular, sınır ötesi finansmana dahil olan birçok ülke için önemli politika etkilerine sahiptir. Sonuç olarak, banka finansman kaynaklarının (yani, banka borçlarının kaynağı) finansal krizlerin aktarılmasında yabancı banka mülkiyetinden (yani banka sermayesinin kaynağı) daha önemli olduğunu göstermektedir. Bu bulgunun önemli politika etkileri olduğunu savunan Love vd. (2015), yabancı banka varlığını azaltmaya ve geri ölçmeye çalışmak yerine, düzenleyicilerin uluslararası bankaların yerel iştiraklerinin iş modellerine ve

sınır ötesi fonların düzenlenmesine odaklanmaları gerektiğini önermektedir. Verileri küresel bir ülke panel veri tabanına uygulayarak, banka kredisindeki büyümenin iç özel sektöre yaptığı büyümenin sınır ötesi fonlama şoklarına karşı oldukça duyarlı olduğu gösterilirken, aynı zamanda, yabancı mülkiyetin kendi başına ülkedeki kredi cevaplarının büyüklüğünü etkilemediğini gösteriyoruz. Bunun yerine, bu çalışmanın sonuçları kredi yatırma oranlarının yüksek olduğu ülkelerde ve yabancı fonlamaya daha fazla güven duyulan ülkelerde daha güçlü tepkiler verdiğini göstermektedir.

Sonuç olarak, istikrarlı zamanlarda girişimci olarak tanımlanan özelliklere sahip firmaların akranlarından daha iyi bir büyüme performansı gösterdiğine dair tutarlı ve sağlam kanıtlar bulunurken daha büyük boyutta ve daha fazla deneyimin durağanlığa yol açtığı ve dolayısıyla küçük ve yeni firmaların yerleşik firmalara meydan okumalarına imkân sağladığı görüşü savunulmuştur. Bununla birlikte kriz zamanlarındaki sonuçlar normal zamanların tam tersidir: Genç firmalar, geniş bir piyasa yönelimli firmalar, güçlü kurucu firmalar ve şahıs firması olarak faaliyet göstermeyen firmalar, benzerlerine göre daha düşük bir büyüme göstermektedir.

Dikova vd. (2013) ise, ABD çok uluslu firmalara (ÇUŞ) bağlı kuruluşların finansal krizlere doğrudan veya kısa vadeli yanıtları için kanıtlar sunmaktadır. Gerçek seçenekler perspektifini kullanarak, finansal krizlerin “ülke içi” ile “ülke geneli” seçeneklerinin nispi değerini ÇUŞ bağlı ortaklıkları için değiştirdiğini varsayıyoruz. Yan kuruluşun yerini değiştirmenin yerel finansal krizlere karşı etkili ve kısa vadeli bir cevap olduğu belirtilmiştir. 1983–2005 döneminde 50'den fazla ülkede 83 mali krizin (bankacılık, borç ve döviz krizleri) ABD ÇUŞ iştiraki satışlarının kesit verileri üzerindeki etkilerini incelenmiş olup, Sonuçlar pazar değişiminin etkilerini gösterirken, özellikle yerel para birimi krizlerinde, ÇUŞ'nin yerel pazarlarındaki ihracat pazarlarına yönelik satışlarının yeniden odaklandığını görmüşlerdir. İkiz finansal krizlerin ortaya çıkmasında etki korunur. Bu sonuçlar, finansal krizlerin “ülke içi” seçeneğine göre “ülke genelinde” seçeneğinin değerinde bir artışa neden olduğunu belirtmişlerdir.

Yabancı mülkiyetin finansal bir krizden sonra yatırımı etkileyip etkilemediğini araştıran Blalock vd (2005), Doğu Asya, Latin Amerika ve Rusya'daki son krizleri hem büyük para birimi devalüasyonları hem de bankacılık sektörünün yaygın çöküşü ile açıklamaktadır. Bir döviz devalüasyonunun ihracatçıların rekabet edebilirliğini ve yatırımını arttırması gerekmesine rağmen, başarısız bir bankacılık sistemi bu firmalara kredileri sınırlayabileceği belirtilirken, yurtdışı finansmana daha fazla erişimi olan yabancı sermayeli şirketlerin, başka türlü eşdeğer yerli rakiplerin karşılaştığı bu likidite kısıtlamalarının üstesinden gelebileceği

belirtilmiştir. Bundan dolayı, iç kredilerin hızla azaldığı bir dönem olan 1997 Doğu Asya finansal krizini takiben Endonezya'da örneği incelenmiş olup, krizden sonra ihracatçıların katma değeri ve istihdamının arttığını, devalüasyondan kazanç sağladıklarını ve daha fazla işçiyi finanse etmek için yeterli miktarda nakit akışı olduğunu öne sürmüştür. Ancak, yalnızca yabancı mülkiyete sahip ihracatçılar yatırımı önemli ölçüde arttırdığı sonucuna ulaşmış olup, bu durumun yerli firmaların kârlı koşullar altında yatırım yapmadıklarını ve likidite kısıtlamaları ile karşı karşıya olduklarını göstermektedir.

Döviz krizi öncesi ve sırasında Kore'deki yabancı portföy yatırımcılarının ticaret davranışlarını inceleyen Kima ve Wei (2002), vardıkları temel sonuçta, farklı kategorilerdeki yatırımcıların farklı işlem modellerine sahip olduğunu, örneğin, Kore dışındaki yabancı yatırımcıların olumlu geribildirim ticareti stratejilerine katılma olasılıklarının daha fazla olduğu ve sürülere katılmanın, Kore'deki yabancı kurumların şubelerinden/yan kuruluşlarından veya Kore'de yaşayan yabancı bireylerden daha muhtemel olduğu sonucuna varmışlardır. Ticaret davranışındaki bu farkın ise muhtemelen bilgilerindeki farkla da ilgili olduğunu belirtmektedirler.

Kolasa vd. (2010), 2008–2009 küresel krizinin, gelişmekte olan hızlı büyüyen bir ekonominin sağlam makroekonomik temelleri olan ekonomik faaliyetlerine yaydığı kanallarını Polonyalı firma düzeyinde verilere dayanarak, bazı bireysel firma özelliklerinin heterojen bir yanıtı oluşturduğunu bulurken, özellikle, yabancı mülkiyet, krize daha yüksek derecede bir esneklik sağlamıştır. Bu etkinin dış kredi kısıtlamaları yaşayan bağlı kuruluşları destekleyen grup içi borç verme mekanizmaları nedeniyle olabileceğini göstermektedir. Global krizin firma düzeyindeki etkisini anlamak için mülkiyet durumu (yabancı ile yerli), faaliyet büyüklüğü ve faaliyet sektörünün önemli olduğu vurgulanırken, ertelenebilir her türlü mal ve hizmeti üreten firmalar krizden orantısız bir şekilde etkilenmiş olup, sahip olunan büyük şirketlerin de dış talebin daralması ve artan kredi kısıtlamaları ile daha iyi başa çıkabildikleri gözlemlenmiştir. Ancak esas ulaşılan sonuç, çok uluslu gruplara mensup firmaların krize karşı yerli firmalardan çok daha dirençli olduklarıdır. Bu bağlamda, dış ve grup içi finansmana erişim, satış, yatırım ve ticaret faaliyetlerini destekleyen kilit bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte özellikle yabancı sermayeli şirketlerin, dış talebin daralmasının ve artan kredi kısıtlamalarının üstesinden daha kolay gelebildikleri görülmüştür. Grup içi finansmana veya menkul kıymetleri ihraç etmeye güvenmenin, bu firmaların daha fazla esnekliğini açıklamada kilit bir faktör olabileceği hipotezi ile tutarlıdır. Ayrıca, kriz sırasında değer zinciri üretiminin rolü olan tartışmalı bir konuyu ele alınırken, son olarak, yabancı firmaların doğrudan dış ticaret tepkisi

test edildiğinde, bu durumda yabancı şirketlerin, özellikle kriz sırasında, örneklemin geri kalanından daha iyi sonuçlar verdiği görülmüştür.

2003-2014 dönemi için Bombay Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen yaklaşık 2000 firmadan oluşan bir panel veri kümesi kullanılarak Hindistan'da firma mülkiyeti ile teknoloji edinme ve teknoloji yoğunluğunun şirketler arasındaki farklılıklarla nasıl bağlantılı olduğunu inceleyen Aggarwal (2018), Hint Ekonomisini İzleme Merkezi'nin uzman veri tabanının verilerinin kullanıldığı çalışmada Hindistan Şirketler Kanunu uyarınca tanımlandığı şekilde yabancı firmaları yabancı mülkiyet seviyesine göre kategorize etmiştir. 2004–2008 arasındaki küresel patlama dönemi ve 2008–2014 arası küresel finansal kriz dönemi olmak üzere iki zaman dilimi için yerli ve farklı yabancı firma kategorilerinin karşılaştırmalı analizi için oluşturulan verilerin yatay küme analizi, yabancı firmaların yüksek teknoloji endüstrilerinde kümelenildiğini göstermektedir. Bununla birlikte, eğilim skoru eşleştirme analizi, eşleşen bir yabancı ve yerli firma örneğinde, çoğunluğun sahip olduğu yabancı firmaların araştırma-geliştirme ve teknoloji transferlerine yerel emsallerine göre daha az harcadığını göstermesi açısından yabancı firmaların ne denli önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Teknoloji üretme faaliyetlerinin Hindistan'da bulunan ÇUŞ'lerin iç ekonomilerinde yoğunlaştığı tespit edilirken, azınlık olarak sahip olunan firmaların, yerel meslektaşlarından önemli ölçüde farklı olmadığı tespit edilmiştir. Son olarak, ÇUŞ'lerin teknolojik dinamizminin kriz sonrası dönemde tüm kategorilerde arttığı tespit edilirken, bu teknoloji edinme şekillerinde önemli değişikliklere veya yerel firmalardan daha büyük teknoloji yoğunluğuna neden olmadığı görülmüştür. Hindistan'ın krizden diğer birçok ekonomiden daha az etkilenmesine ve genişleyen vasıflı emek havuzuna sahip olmasına rağmen, küresel finansal krizden sonra üretim firmaları tarafından Ar-Ge faaliyetinin Hindistan'a taşınmasında önemli bir artış olduğuna dair hiçbir kanıt bulunamamıştır.

Varum vd (2013), 18 yıllık bir süre boyunca uzunlamasına bir mikro veri seti kullanarak krizler sırasında yabancı mülkiyet ile firmanın piyasadan çıkışı arasındaki bağlantıyı değerlendirmektedir. İki ana sorunun ele alındığı çalışmada öncelikle, yabancı iştiraklerin ekonomik gerileme dönemlerinde yerli firmalardan farklı başarısızlık oranlarına sahip olup olmadığı; ikinci olarak ise dış etki etkisi iki farklı ekonomik gerileme arasında farklılık gösterip göstermediği incelenmiştir. Sonuçlar kısmen, dış politika argümanının sorumluluğunu teyit ederken, krizin yurtdışında olduğundan daha belirgin olduğu zaman, yabancı ve yerli şirketler arasındaki tehlike oranlarındaki farkların azaldığını ortaya koyuyor. Serbest dolaşım (Footloose) argümanı da sadece kısmen onaylanmıştır. Politika yapıcılar için, kriz sırasındaki hayatta kalma dinamikleri konusundaki sonuçlara bakıldığında ise, iç yatırımı teşvik eden

politikalara karşı olunmadığı belirtilmiş olup, ekonomik durgunluklar sırasında operasyonları derhal kapatarak, yabancı firmaların ev sahibi ekonomiyi normalden daha fazla istikrarsızlaştırmasından korkulmasına gerek olmadığı sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte firmaların hayatta kalma kalıplar analiz edilirken, firma düzeyinde heterojenliğin dikkate alınmasının önemi vurgulanmaktadır. Koşulsuz olarak, yabancı firmaların yerli meslektaşlarından daha uzun süre hayatta kaldığı sonucuna ulaşılrken, bununla birlikte, diğer değişkenleri kontrol ederken, yabancı yatırımcılar tarafından elde edilen sermayenin payının firmaların problemlili sayılabilecek seviyelerini arttırdığı tespit edilmiştir. Portekiz ekonomisinde gözlenen gerileme dönemlerinde, her iki şirket grubu da ciddi şekilde etkilenmiş ve başarısızlık riskleri daha yüksek olmuştur. İlk krizde yabancı firmalar belirgin şekilde daha fazla etkilenirken, ikinci kriz döneminde, yerli ve yabancı firmalar arasındaki tehlike oranlarındaki genel farklılıklar azalmıştır.

Arrighetti vd. (2015), imalat firmalarının heterojenliğinin, firmaların performanslarını ve “Büyük Durgunluk” sırasındaki hayatta kalma sürelerini nasıl etkilediğini vurgulamaktadır. Bulgular, kriz öncesi dönemde stratejik olarak proaktif ve yenilikçi bir strateji üstlenen firmaların kriz döneminde ekonomik açıdan daha iyi performans gösterdiklerini göstermektedir. Hem satışlar hem de katma değer yönünden en genç firmaların ve finansal olarak daha düşük bir finansal risk seviyesine sahip firmaların performans açısından tercih edildiği gösterilirken, sonuçlar aynı zamanda farklı teknolojik rejimlerin artan önemini teyit ediyor. Buna karşılık, normal koşullarda, hayatta kalma tahminlerinde kriz öncesi stratejik profillerin önemsiz olduğu belirtilirken, sonuç olarak en yenilikçi, uluslararasılaşmış ve dinamik firmaların diğer işletmelerden daha fazla hayatta kalma olasılığının olmadığını göstermektedir. Seçim süreci Farklı zaman dilimleri için veri seti seçimine uygun olan İtalyan firmaları (2008, 2009, 2011, 2013) için veriler elde edilmiş olup, imalat sanayindeki her firma hareketi için yaklaşık 25,000 kesitsel gözlem söz konusudur. Sonuç olarak, mevcut kanıtların hepsinin yaratıcı yıkım mekanizmasının işleyişiyle ilgili net bir sinyal vermediği görülmektedir. Büyük Durgunluk, kaynakları daha az verimli olandan daha verimli ve yenilikçi firmalara yeniden tahsis etmeye yalnızca kısmen yardımcı olduğu vurgulanırken, kriz, finansal açıdan sağlam şirketler için teknolojik olarak gelişmiş firmalardan daha olumlu görünmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÜRESEL FİNANSAL KRİZLERE TARİHSEL BAKIŞ

Bu bölümde firma sahipliğinin firma performansı üzerinde önemli bir etkisi olan “kriz” kavramı tarihsel bir çerçevede incelenecektir. Böylelikle krizlerin neden olduğu, ne derece etkili olduğu ve nasıl tepki verildiği konuları ortaya konularak bizim çalışmamızın nedenleri ve sonuçları konusundaki fark veya benzerliklerle bir fikir vereceği düşünülmektedir. Bu şekilde bizim temel odak noktamız olan 2001 krizi ve 2008 küresel krizlerini diğer krizlerle kıyaslayarak da bir bağlama oturtmayı hedeflemekteyiz.

Krizlerin yerel ya da küresel oluşları firma performanslarını literatüre göre farklı şekilde etkilemektedir. Bu yüzden krizlerin oluşumunda birçok farklı belirleyici söz konusu olabilir. Özellikle krizin yaşandığı ülkenin sahip olduğu kişi başına düşen GSYH ve finansal derinlik gibi özellikler bu konudaki en önemli belirleyicilerden biridir. İkinci olarak krizin türü açısından yaşanan özellikler, başka bir deyişle krize bir para birimi veya devlet borcu krizi mi olduğu, GSYH, kredi, para artışı ve krizden önceki reel faiz oranının eşlik edip etmediği de önemli bir belirleyici olarak göze çarpmaktadır. Üçüncü olarak; GSYH, kredi, para, reel ve nominal faiz oranı, hisse senedi fiyatları ve emlak fiyatları ile ölçülen krizdeki artış anında bir yükselişin varlığının olup olmaması da etkilidir. Bununla birlikte olağanüstü devlet borcu düzeyi ve mali denge, cari hesap, yabancı varlıkların net stoku ve reel döviz kurunun uzun vadeli ortalamasından sapması dâhil olmak üzere makroekonomik güvenlik açıkları da belirleyicilerden biri olarak göze çarparken, kriz sırasındaki yanıtın niteliği; mevduat donmaları ve garantileri, banka birleşmeleri, millileştirmeler ve kapanışlar da önemli oranda etkili olmaktadır. Son olarak krizin başlamasından sonraki yıllardaki dış koşullar, örneğin dünyanın geri kalanındaki büyüme, ticaret ortağı büyümesi (dış talepteki değişikliklerden kaynaklanan ticaretteki değişimleri yakalayacaktır), eşitlik oynaklığı, küresel riskten kaçınma ve başka yerlerdeki krizlerin varlığı da bir krizin muhtemel belirleyicileri olarak sayılmaktadır (Amadeo, 2019).

Finansal krizlerin belirtileri de krizin bir başka alt başlığını oluşturmaktadır ve genellikle literatürde büyük sermaye girişi, hisse senedi fiyatlarında keskin yükselişler, konut fiyatlarında keskin yükselişler, ters V-şekilli büyüme yörüngesi, borçluluktaki belirgin artış ana etken belirtiler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Krizler doğaldır ki, başladığı gibi sabit kalmamaktadır. Süreç boyunca artan ya da azalan bir trendde de ilerleyebiliyor. Ortaya çıkan krizin boyutunu ve ölçeğini arttıran bazı faktörler de mevcuttur. Bu faktörler, ani yükseliş ve düşüş döngülerinin yükselticileri, döngüsel

makroekonomik politikalar, Gizli borçlar, Aşırı değerlenmiş para birimleri, Kötü uygulamalar, dolandırıcılık ve miyop kredi derecelendirme kuruluşları krizin hızını ve büyüklüğünü arttıran etkenler olarak göze çarpmaktadır (Marichal, 2009).

Dolayısıyla, krizin bu aktarma kanallarıyla artan ve daha da büyük hale gelen bu kriz dönemleri incelenecektir. Bundan dolayı krizin tanımı tarihçesi, türleri ve özellikle çalışmanın ana konularından olan 2001 Türkiye ve 2008 Global Ekonomik krizler detaylı bir şekilde anlatılacaktır.

Kriz, tüm bölgeleri, ülkeleri ve nüfus gruplarını eşit şekilde veya aynı zamanda etkilememiştir. Gelişmeler, her ülke için farklı olmuştur. Öte yandan, iletim kanalı kalıpları açıktır (Te Velde 2008; IDS 2008; Toporowski 2009). Sanayileşmiş devletlerin finansal ve ekonomik krizi, gelişmekte olan ülkelere öncelikle finansal akımlar ve ticaret yoluyla yayılmıştır. Gelişmekte olan bir ülke, krizin etki ettiği diğer ülkelere olan seviyesi ne kadar yakınlaşırsa, küresel ekonomiyle birleştiğinde krizin etkisi o kadar güçlü ve hızlı olacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler finansal ve ekonomik krizden çok etkilendi, ancak etkisi biraz gecikti. Her ülkenin bu konuda ustalaşma konusunda farklı zorlukları vardı. Gelişmekte olan ülkeler dünya ekonomisine ne kadar yakınsa, etkileri o kadar fazla hissedildi. Ve fark edilir hale gelen yeni başlayan iyileşme, şimdilik sadece birkaç ülke ve bölge ile sınırlı. Kriz, öncelikle milyonlarca insanı yoksulluğa zorlayan ticaret ve finansal akışlarla yayıldı. Milenyum Kalkınma Hedeflerine ulaşmak, birçok ülkede ciddi şekilde tehlikeye girmektedir. Gelişmekte olan birçok ülke ekonomiyi canlandıracak ve nüfuslarının sosyal olarak dezavantajlı kısımlarını sanayileşmiş ülkelerle aynı ölçüde koruyacak kaynaklara sahip değildi. Bununla birlikte, birçok ülke etkileri azaltmak için önemli çabalar sarf etmiştir. Gelişmekte olan ülkeler de birbirleriyle olan iş birliğini arttırdılar ve küresel ekonomik ilişkilerde acilen daha büyük talepte bulundular. Sanayileşmiş bir başka deyişle gelişmiş ülkeler çoğunlukla kendi sorunlarıyla daha fazla ilgilenirken, kapsamlı bir yardım sağlamaya henüz hazır değillerdi. Gittikçe güçlenen gelişmekte olan ülkeler lehine önceki egemenliklerini gevşetmeleri için uluslararası kurumların baskısı altındalardı. Mali kriz derinleşmeden önce, zaten güç ve nüfuzda gözle görülür bir kayma meydana gelmişti.

Mayıs 2008'de büyük finans merkezlerinde borsaların çöküşü, aynı zamanda gelişmekte olan en önemli ülkelerdeki borsalara da derhal aktarıldı. Mesela Çin, Hindistan, Rusya, Güney Afrika ve Brezilya'daki borsaları hemen etkiledi. Bir hafta içinde eşik ülkelerindeki borsaları yansıtan Morgan Stanley Capital Uluslararası Gelişen Piyasa Endeksi%23 düştü. Bu ülkelerin özelliği, hali hazırda diğer ülkelerle birleşmiş çok gelişmiş bir finans sektörüne sahip olmalarıdır. Ülkedeki düzenlemeler ne kadar zayıfsa, risklere o kadar duyarlı olur (ITC, 2009).

Egemen Varlık Fonları, Singapur ve Ortadoğu'daki petrol üreten Devletler gibi, şimdi devalüe edilmiş değerlere yatırım yapmış olan ülkeler özellikle ciddi şekilde etkilenmiştir. Borsa kayıplarının, emeklilik fonları sanayileşmiş ülkelere gelen payları da içeren Şili gibi ülkeler üzerinde de keskin bir etkisi oldu.

Gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişleri keskin bir şekilde batık hale gelirken, Dünya Bankası'na göre, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı 2008 yılında 727 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki yılda, yaklaşık 1.160 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Dünya Bankası ve IMF, o yıl için bir düşüş bekliyorken, Uluslararası Finans Enstitüsü açık bir şekilde bu durumun tersini teyit etti ve Haziran 2009'da cari yılda güçlü gelişmekte olan piyasalardaki (28 eşik ülke) sermaye akışını 141 milyar ABD doları olarak tahmin etti. Bu rakam, 2008 yılında 392 milyar ABD doları olarak gerçekleşen seviyenin yarısından bile daha az olduğunu göstermekte iken, 2007 yılında 888 milyar doları olan akışın beşte birine denk gelmekteydi (IIF 2009). Özellikle, Doğu Avrupa'daki ülkeler, özellikle de Rusya ve Ukrayna, çok sert bir şekilde etkilendi. Yabancı sermayenin geri çekilmesi, gelişmekte olan ülkelerdeki para birimlerinin devalüasyonuna neden oldu.

Sonuç olarak, sadece portföyün akışı ve gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırımlar değil, ticari banka kredileri ve banka dışı finansman da azalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki doğrudan yabancı yatırımlara (DYY) ilişkin olarak, Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) 2008 yılı için bir batma eğrisinde %7 gibi zayıf bir büyüme kaydetti. (UNCTAD 2009). 2009 yılının ilk çeyreğinde UNCTAD, doğrudan yabancı yatırımın gelişmekte olan ülkelere %25, geçiş ülkelerinde ise %40 oranında düşeceğini öngörürülmüştür. Yatırımcılar fonlarını daha düşük riskli ülkelere aktardılar. Daha düşük ekonomik beklentiler yatırım planlarını düşük tuttu. Planlanan devirler ertelendi veya iptal edildi. Kredi sıkışıklığı bu tür projelerin finansmanını giderek zorlaştırıyor. Küresel bankalar şu anda güçlük çekmekte ve gelişmekte olan ve eşik ülkelere daha az kredi kullanmaktadır. 2009'da net bir kredi çekimi bile vardı. 2008 yılının sonuna doğru gelişmekte olan ülkelerdeki hükümetlerin ve özel girişimlerin kredi kullanmaları neredeyse durma noktasına geldi. Tahvil piyasalarında gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde ve faiz oranlarında belirgin bir yükseliş oldu. 2008 yılının ilk dokuz ayında Brezilya 13 milyar dolar, Arjantin 20 milyar dolar, Meksika ve Venezuela'nın her biri 19 milyar dolarlık bir drenaj yaşadı. Son olarak, fonların düşük oranlarda ödünç alındığı kredi işlemlerine (Japonya veya İsviçre'deki gibi) son verildi ve yüksek faizli ülkelere yatırım yapıldı ("faiz arbitrajı").

Dünyadaki ekonomik durgunluk nedeniyle, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere mal ve hizmet talebinde keskin bir düşüş yaşandı. Çin ve Hindistan'daki büyümedeki düşüş,

özellikle Afrika'dan gelen enerji ve mineral hammadde taleplerinde bir düşüşe neden oldu. Asırı düşen fiyatlar ve ihracat miktarları ihracat gelirinde çökmeye neden oldu (UNCTAD 2009). En fakir gelişmekte olan 49 ülke, 2009 yılının ilk altı ayında ihracat gelirlerinin %43,8 oranında azaldığını gördü. Gelişmekte olan bir ülke; ABD, Avrupa veya daha büyük eşikli ülkelere önemli miktarda ne kadar çok ihracat yaparsa veya ihracat malları fiyatlarının gelir esnekliği de o kadar yüksek olursa, ülkenin ihracatı üzerindeki etkisi de o kadar güçlü olur. ABD'ye yakınlığı göz önüne alındığında, Meksika bu noktada önemli bir örnektir. Bangladeş'in tekstil ihracatı için aylık büyüme oranları Nisan 2009'a kadar geriledi; o zamandan beri de bu durum bir süre daha devam etmiştir. Temmuz 2009'da Bangladeş, bir önceki yılın aynı ayına göre %10 daha az ihracat yaptı. Kenya'da merkez bankası çiçek ihracatındaki düşüşe karşı uyardı. Zambiya'da bakırın ihracat geliri 2009 yılının ilk çeyreğinde %54 düştü.

Zengin ülkelerde, küresel finansal ve ekonomik krizle nasıl başa çıkılacağı tartışması, gelişmekte olan ülkeleri ve onların ihtiyaçlarını sınırlandırdı. Tüm olaylarda, krizin fakir ülkeler üzerindeki etkisi, banka kurtarma ve zararlı menkul kıymetlerin önündeki olumsuzlukları etkilemedi.

Son yıllarda pek çok gelişmekte olan ülke önemli makro-ekonomik ilerlemeler kaydetmiştir. Sonuç olarak, bazıları krize karşı önceki olaylarda olduğundan daha hazırlıklıdır. Bu ülkelerin, krizle karşılaşabilecekleri ihtimaline karşı uygulayacakları planları hep hazırdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki birçok hükümet, kendi yetkilerine göre önlemler almıştır. Birbirleriyle (bölgesel) iş birliklerini güçlendirmişlerdir. BM, IMF, Dünya Bankası ve diğer uluslararası kuruluşlar da gelişmekte olan ülkeleri desteklemeye çabaladı. Sivil toplum örgütleri ve sayısız akademik teşvikle harekete geçmeleri istendi (UN, 2008).

3.1. Krizin Tanımı

Muhtemelen uluslararası düzeyde büyük ve küçük krizler arasındaki fark sorununu gündeme ilk olarak getiren ve bunu tartışan Kondratiev (1956), çeşitli ülkelerdeki derin ve uzun süreli durgunlukların izlediği büyük kapitalizm krizlerini, daha az kalıcı etkiye sahip olan nispeten küçük mali krizlerden ayırmanın önemi üzerine bir teori sundu. Bu açıdan, klasik kapitalizmin ana krizlerinin, 1846, 1873 ve 1929'daki krizler olduğu kabul edildi; bunlardan ikisi sonrasında, uzun süreli uluslararası durgunluk dönemleri gözlenmiştir.

Finansal krizi, tipik olarak borçlanma ve araçlar arasındaki düşen varlık fiyatları ve finansal sisteme yayılan borcun sermaye tahsis etme kapasitesini bozan, düşen varlık fiyatları ve iflasları ile bağlantılı finansal piyasalara verilen bir rahatsızlık olarak tanımlayan

Eichengreen ve Portes (1987), uluslararası kriz ortamında finansal krizlerin oluşumu ve yayılımını analiz ederken finansal kriz tanımının bir yandan genelleştirilmiş finansal krizler ile izole banka başarısızlıkları ve borç alacakları; diğer yandan döviz piyasası rahatsızlıkları arasındaki ayrımı ifade ettiğini belirtmişlerdir. Bu ayrımı; borç temerrütleri, borsa ve piyasa bozuklukları ve banka arızaları olmak üzere üç bağlantı grubunda temsil ettiği belirtilmektedir.

Sistemik bir bankacılık krizini, bir ülkenin kurumsal ve finansal sektörlerinin çok sayıda temerrüde düştüğü ve finansal kurum ve kuruluşların zamanında yapmış oldukları sözleşmelerde büyük zorluklarla karşılaştıkları olaylar olarak karakterize eden Laeven ve Valencia (2008), sonuç olarak, alacaklıların bu kötü durum sonrasında keskin bir şekilde artıp, toplam bankacılık sistemi sermayesinin tamamı veya çoğunu tüketeceğini belirtir. Bu duruma depresif varlık fiyatları eşlik edince, reel faiz oranlarındaki keskin artışların ve sermaye akışındaki yavaşlama ile (veya tersine dönmesiyle) daha olumsuz bir hale bürüneceği belirtilmiştir. Bazı durumlarda kriz, mevduatç bankaları tarafından tetiklenir, ancak çoğu durumda sistematik olarak önemli finansal kurumların sıkıntıda olduğu genel bir süreçtir. Bu açıklama, bir bankacılık krizini “toplam bankacılık sistemi sermayesinin çoğunun veya tamamının aşınmasına neden olan finansal stres” olarak tanımlayan Bordo ve arkadaşları (2001) tarafından kullanılan tanıma benzerlik gösterir. Başka bir tanımlamada, Reinhart ve Rogoff (2009) bir krizi “iki tür olaydan biri” olarak tanımlar:

- i. Bir veya daha fazla finansal kuruluşun kamu kesimi tarafından kapatılma, birleşme veya devralmaya yol açan banka işletmelerinin girdiği durum,
- ii. Kaçış, kapanma, birleşme olmaması durumunda bile, diğer finansal kurumlar için benzer sonuçların başlamasına işaret eden önemli bir finansal kurumun (veya kurumlar grubunun) devlet yardımını devralmak veya büyük ölçekli devlet yardımı alması durumu.

3.2. Krizin Unsurları

Finansal krizlerin ortak unsurları vardır ve birçok şekilde ortaya çıkabilmektedir. Finansal kriz genellikle şu maddelerden biri veya birkaçı ile ilişkilidir. Kredi hacmi ve varlık fiyatlarındaki önemli değişiklikler; finansal aracılıkta ciddi aksamalar ve ekonomideki çeşitli aktörlere dış finansman arzı; büyük ölçekli bilanço problemleri (şirketler, hane halkları, finansal araçlar ve egemenler); ve büyük ölçekli devlet desteği (likidite desteği ve yeniden sermayelendirme şeklinde) bunlardan bazıları olarak göze çarpmaktadır. Finansal krizler tipik

olarak çok boyutlu olaylardır ve tek bir gösterge kullanarak karakterize etmek zor olabilir (Claessens ve Köse, 2013).

3.3. Krizin Tarihçesi

On dokuzuncu yüzyılın ilk yedi yılında birçok bankacılık paniği ve finansal kriz yaşanmasına rağmen, bu krizlerin çoğu uluslararası finansal bir çöküşe yol açmamıştır. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki 1837, Londra ve Paris'teki 1857 ve 1866 krizleri gibi finansal krizler uluslararası ticareti etkilemiş, ancak bu krizler çok uzun sürmemiştir. Bununla birlikte, 1873 krizi çok daha geniş sonuçlara yol açarken, birçok ekonomik tarihçi bu krizin birçok ülkede uzun süreli durgunluğa yol açtığı konusunda görüşlerini belirtmişlerdir. Buradaki çöküş Viyana'da bir banka paniğiyle başladı ve bu durum kısa zamanda Avrupa'ya yayıldı. Sonrasında ise bir borsa paniğinin yaşandığı ABD'ye geçerek bir iflas dalgasıyla sonuçlandı. Amerika Birleşik Devletleri'nde, büyümenin en güçlü motoru - demiryolu projeleri - askıya alındı ve beş yıllık bir durgunluk yaşandı. Aynı zamanda, finansal kriz uluslararası ticarete küresel ölçekte bir düşüşe, Osmanlı Devleti'nde ve Latin Amerika'daki birçok ülkede bir dizi borç krizine yol açtı (Marichal, 2009).

Çağdaş yazarlar ve daha sonraki çağlardaki teorisyenler, 1870'lerin ekonomik felaketlerini iki ana faktöre bağladılar. On dokuzuncu yüzyılın sonlarında ve yirminci yüzyılın başlarında yazar Clement Juglar (1889) ve Nicolai Kondratiev (1956) için, çöküşün temelini oluşturan ana güç, küresel ölçekte birincil ve sınai ürünlerin düşüşüydü. Robert Griffen (1904), Joseph Schumpeter (1939) ve Walt Rostow (1978) için krizin nihai nedeni, en güçlü ve “uluslararasılaştırılmış” ekonomik faaliyet dalındaki yavaşlama, yani demiryolu inşaatı kaynaklıydı ve Avrupa genelinde, demiryolu manyası yatırımcıları tasarruflarını hem yurtiçinde hem de yurtdışında onlarca yeni şirkete dökmeye teşvik etmeye devam etti. Borsa'daki dusus, şirketlerin kâğıt kârlarında çarpıcı bir düşüşe sebebiyet verirken, aynı derecede sahadaki yatırımlarda da bir düşüşe neden oldu. Sonuç olarak, dünya çapındaki demiryolu çalışanları ve müteahhitleri inşaatı dondurdular, işçileri işten çıkardılar ve metalürji ve madencilik endüstrileri ile olan tedarik sözleşmelerini iptal ettiler. Ancak emtia fiyatlarındaki gerileme ve açılan demiryolu inşaatı, depresyonun tek katalizörü değildi, çünkü Franco / Prusya Savaşı tazminat kredileri de önemli bir rol oynadı.

1873 krizinin etkisi kısa süre sonra Yakın Doğu ve Latin Amerika'nın sanayileşmemiş bölgelerinde özellikle sert bir şekilde kendini hissettirdi. Bu bölgelerde, 1870'lerin ekonomik buhranının sebebi en iyi “egemen borç krizi” olarak tanımlanabilir, çünkü oradaki ekonomik

kargaşanın en büyük nedeni hükümetlerin aşırı borç biriktirmesinden kaynaklanıyordu (Marichal, 2009).

1873 krizi, Londra'dan (en büyük uluslararası sermaye piyasası) Avrupa ve Amerika'ya yapılan sermaye akışlarında çok büyük ve ani bir düşüşe neden oldu, bununla birlikte ise 1880'lerde doğrudan yabancı yatırımlar ve yurtdışı tahvil sorunları önemli ölçüde arttı. Sonunda, dünyanın bazı bölgelerinde ve özellikle Arjantin, Uruguay ve Brezilya'da, genişleme çılgınlığı, 1890 ve 1891'de patlayan ve finansal ekonomistler tarafından ekonomi tarihinin 'ilk yükselen piyasa ekonomileri krizleri' olarak adlandırılan büyük finansal kabarcıklar yarattı. Etkiler, o dönemde önde gelen uluslararası sermaye pazarı olan Londra'da hissedildi: 1890'daki Baring Panic, yoğun ancak nispeten kısa ömürlü bir krizin bir örneğiydi. Dünyanın farklı bölgelerinde geçici bir ticari, sınai ve bankacılık faaliyeti ekonominin zayıfladığını gösteriyordu, ancak 1873'teki gibi uzun bir uluslararası depresyonun habercisi değildi 1890'ın finansal fırtınası, esasen bir Anglo / Arjantin krizi olarak tanımlanabilir. Bununla birlikte, bu krizin daha geniş bir öneme sahip olan ve Latin Amerika ülkelerine bulaşma olasılığının yanı sıra finansal piyasaların artan karmaşıklığını gösteren yönü de vardır (Marichal, 2009).

24 Ekim 1929'da New York Borsası'nın çöküşü tüm dünyada duyulmuştur. On yıldır süregelen refahın son bulduğu 1930'ların Büyük Buhranı başlamış oldu. Wall Street'teki Kara Perşembe ekonomik felaketin ciddiyetini gösterdi ve hemen ardından uluslararası ekonominin dengesizliğine işaret eden çok sayıda durum ortaya çıktı. 1930'un ortalarında, kredi piyasaları kapanmaya başlamıştı; bunun sonucunda uluslararası ve ulusal ticaret sonrasındaki dört yıl içinde gerilemiştir. Borsa paniklerine sadece kredi sıkışıklığı ve borç krizleri ile değil, aynı zamanda banka işlemleri ve iflaslar eşlik ediyordu. 1931-1933 yılları arasında birçok bankacılık paniği vardı. Ancak, 1940'ların başlarından itibaren, çeşitli iktisatçı grupları, dünyadaki mali ve ticari düzenin gelecekteki yeniden inşası üzerine çalışmalar yayımlamaya başladı. 1944'te müttefik hükümetlerin ve birçok ülkenin (tüm Latin Amerika ülkeleri dahil) delegeleri New Hampshire, Bretton Woods'ta bir araya geldi. Mevcut iktisatçılar ve konuşmacılar arasında İngiltere için John Maynard Keynes ve ABD için Harry Dexter White vardı; bunların her biri, finansal yeniden yapılanma için White Planı (ABD) ve Keynes planının (İngiltere) sunumundan sorumluydu. Keynes, İngiliz toparlanmasına destek konusunda ısrar etti ve bu nedenle Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası'na (daha sonra Dünya Bankası olacak) gitti ve bununla birlikte çok taraflı ticaret işlemleri temelde esnek bir şekilde dolara sabitlenecekti (The Economist, 2019).

1973'ten sonra Latin Amerika'da büyük uluslararası bankaların önderlik ettiği yeni finansal küreselleşmenin ilk aşamasına işaret eden büyük bir uluslararası kredi patlaması

ateşlendi. Bu kredi patlaması, bankacıların Avrupa ve ABD'deki ekonomik durgunluğun yol açtığı uluslararası kredi talebindeki düşüşü takiben yeni yatırım kuruluşları aradıklarından, en önemli petrol dolarlarının geri dönüşümü gibi çeşitli nedenlerle ilişkilendirildi. Bu politikalara sınırlamalar, borç krizinin kırıldığı 1982 yılında gerçekleşti. Finansal felaketi ateşleyen kıvılcım Latin Amerika'da ortaya çıkmamıştı, ancak ABD'de faiz oranlarındaki ani değişimde bu kıvılcımın izleri görülebilir. Amerikan Merkez Bankası başkanı Paul Volcker, 1979 yılının sonlarında enflasyonu radikal bir şekilde azaltmaya karar verdiğinde, faiz oranlarını yükseltti. Sonuçta, 1980 ve 1981'de kısa vadeli faiz oranlarında muazzam bir artış oldu ve bu da Latin Amerika dış borçlarının borçlanma ödemelerini muazzam bir hızla yukarı itti ve borç krizini neredeyse kaçınılmaz hale getirdi. Meksika hükümeti tarafından Ağustos 1982'de ödemelerin askıya alınması, hızla yayılan bir borç krizini başlattı: Meksika temerrüdü borçlu diğer Latin Amerika hükümetleri tarafından genişletildi ve uluslararası finansal piyasaların ve sermaye akışının zayıflamasına neden oldu. Kısa zamanda acil müdahale yolları aranmaya başlandı. Borç krizi, ABD, Avrupa ve Japonya'daki birçok bankayı, Latin Amerika devlet tahvillerinin ağır portföyüne sahip olmaları nedeniyle olası çöküşle tehdit etti. 1995 yılında Meksika ekonomisinde, sözde yükselen piyasalar krizinin ilkinde, ardından Tayland, Endonezya, Malezya ve Kore de dahil olmak üzere, 1997 yılında Doğu Asya'nın çeşitli ülkelerinde eşit derecede şiddetli mali çöküşler yaşandı. Bunları 1998 yılında Brezilya ve Rusya'da parasal krizler ve son olarak da 2001'de Arjantin'in finansal ve ekonomik çöküşü izledi (Marichal, 2009).

3.3.1. Kriz Dönemleri

Farklı nedenlerden kaynaklanan iki kriz (2001-2008) bu tez çalışmasının başlangıç noktasıdır. Dolayısıyla bu çalışmada, kriz kaynağının firma performansında ne denli önemli olduğu araştırılacaktır. Ayrıca bu tez, firma performansının farklı performans türlerinden nasıl etkilendiğini de ortaya koyacaktır.

Yabancı sermaye sahipliğinin firma performansları üzerine etkisi yerel ve küresel krizlere göre farklılık göstermektedir. Örneğin, 2001 yılı iç krizlerinde, finansal girişlerin bir kez daha pozitif hale gelmesi yaklaşık iki yıl sürmüştü. 2008'in küresel krizinde, sermaye girişlerinin yeniden başlaması çok daha hızlı gerçekleşti ve Türkiye'ye doğru bir kez daha büyük bir yönelime dönüştü. Yani küresel finansal piyasa koşullarının istikrara kavuşmasının, gelişmekte olan piyasaların sermaye akımlarında yeniden canlanma yaratması durumu oluştu (Rodrik, 2009).

Krizler, yüzyıllar boyunca hem gelişmekte olan piyasa ekonomilerini hem de gelişmiş ülkeleri etkilemiştir. 2007'den önceki otuz yıl içinde, krizlerin çoğu gelişmekte olan pazarlarda meydana gelmiştir. 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında Latin Amerika krizlerini, 1995'teki Meksika krizi ve sonrasında ise 1990'ların ortasındaki Orta Asya krizleri takip etmiştir. Gelişmekte olan piyasaların krizlere duyarlılığının yeni bir durum olmadığını belirten Reinhart ve Rogoff, (2013), tarih boyunca, Avustralya, İspanya, Birleşik Krallık ve Birleşik Devletler de dahil olmak üzere bugün gelişmiş olan birçok ülkenin 1800'lerde kendi ortaya çıkma süreçlerinden geçerken finansal krizler yaşadığını belirtmektedir. Örneğin, Fransa, 1550-1800 döneminde dış borcunu 8 kez temerrüde düşürmüştür. 1920'ler, uluslararası finansal sistemin şokları dengeleyici ve şoklara karşı duyarlılığını artıran üç gelişme kümesiyle dikkat çekti: döviz piyasasında akış, bankacılık sisteminde hızlı kurumsal değişim ve uluslararası borç verme hacmindeki ve yönündeki çarpıcı değişimler. Her bir gelişme kümesinin kökeni I. Dünya Savaşı ile ilişkili gelişmelerden kaynaklanıyordu. Eichengreen ve Portes (1987), bazı ileri düzeydeki ülkelerin, 1980'lerin sonlarında İskandinav ülkelerinden, 1990'larda Japonya'ya kadar, geçen yıllarda da krizler yaşadığını belirtmişlerdir. 2007 yılının sonlarında ABD 'deki yüksek faizli (riskli) konut krizi ile başlayan ve ardından diğer gelişmiş ülkelere yayılan son krizlerle, krizlerin her seviyedeki ülkeyi etkileyebileceği bir kez daha görülmektedir.

3.3.2. Global Ekonomik ve Finansal Krizler

3.3.2.1. 1673 Lale Çılgınlığı

1670'li yılların başında, Türkiye'den Hollanda'ya ilk kez getirilen laleler kısa sürede geniş çapta popüler olmaya başladı. Kısa süre sonra bu çiçek, farklı renkteki türlerinin de artışıyla, daha da dikkat çekici ve geniş bir çeşitliliğe sahip olacaktı. O dönemde zaten üst düzey bir ürün olarak satılan laleler, popüleritesini artırdı ve gitgide daha fazla lale soğanı alıcısını piyasaya çekti. Özellikle farklılaştırılmış soğanların fiyatları istikrarlı bir şekilde yükseldi ve Hollandalılar topraklarını, yaşam tasarruflarını ve daha fazlasını lale soğanı elde etmek için tasfiye edebilecekleri diğer varlıklarını işlemeye başladı. Çılgınlık boyutuna ulaşan lale fiyatları bir ay içinde değerini 20 kat arttırmış oldu. 1673 Lale Çılgınlığı şimdiye kadar kaydedilen ilk ekonomik balon olarak bilinir (Investopedia, 2019). Bazı spekülatif balonlarda olduğu gibi, bazı insanlar domino etkisiyle birlikte gittikçe daha da düşmeye yüz tutan fiyatlar nedeniyle lalelerini satmaya buralardan elde ettikleri karlarını gözden çıkarmaya karar verdi. Artık herkes lale soğanlarını satmaya çalışıyordu ama kimse onları satın almakla ilgilenmiyordu. Fiyatlar

giderek düşüyordu ancak oluşan kayıplara rağmen herkes bir taraftan da satışa devam ediyordu. Hollanda Hükümeti bu konu ile ilgili bir adım atarak ve sözleşmelerin değerinin %10'unu yerine getirmeyi teklif etti; ancak bu da sadece pazarın daha düşük olmasına neden oldu. Bu olayı hasarsız atlatan kimse yoktu. Hatta erkenden bu durumun farkına vararak piyasadan çıkan insanlar bile Lale Çılgınlığını izleyen bu bunalımdan etkilendi (Investopedia, 2019).

3.3.2.2. 1711 Güney Denizi Balonu

Bir diğer spekülasyonla harmanlanmış kıvılcım ise Avrupa'da Lale Çılgınlığından otuz yıl sonra bu kez İngiliz İmparatorluğu'nda ortaya çıktı. Balon, amacı 30 yıl boyunca Orta ve Güney Amerika'daki İspanyol ekim alanlarına yılda 4.800 köle sağlamak olan Güney Deniz Şirketi'nin servetinin etrafında oluştu. İngiltere, 1713'te Utrecht Antlaşması'nda İspanyol Amerika'ya köle sağlama haklarını güvenceye almıştı ve Güney Denizi Şirketi İngiliz Hükümeti'ne Güney Amerika'yla ticaret yapma kapısını açabileceğini ve çok daha büyük kazançlar elde edeceğini düşünerek, 9,5 milyon poundluk bir kontrat bedeli ödemişti. Bu durum yatırımcılar tarafından heyecanla karşılandı ve Güney Denizi hisselerinde etkileyici bir artışla sonuçlandı. Şirketin hisse fiyatları Ocak 1720'de 128'den Ağustos'ta 1.000'in üzerine çıktı. Ancak, Eylül ayına kadar piyasa çöktü ve Aralık ayında hisse senetleri 124'e kadar düştü. Balonun arkasındaki neden ise spekülörlerin, Güney Denizi'nin çarpıcı bir şekilde çöküşüne neden olan hisse senetleri için şişirilmiş fiyatlar ödemesiydi. Ekonomi zarar gördü ve çok sayıda yatırımcı tamamen harap oldu, ancak Britanya İmparatorluğu'nun önde gelen ekonomik konumu ve hükümetin finans sektörünü dengeleme konusundaki başarılı girişimleri nedeniyle tam bir çöküş yaşanmadı (Encyclopædia Britannica, 2019).

3.3.2.3. 1772 Kredi Krizi

1760'ların ortasında İngiliz İmparatorluğu, sömürgeci mülkiyeti ve ticareti ile muazzam miktarda servet biriktirmişti. Bu, birçok İngiliz bankası tarafından aşırı iyimserlik havası ve hızlı kredi genişlemesi dönemi yarattı. Bu aldatıcı durum, 8 Haziran 1772'de İngiliz bankacılık kurumları Neal, James, Fordyce ve Down'ın ortaklarından Alexander Fordyce'in borçların geri ödemelerinden kaçmak için Fransa'ya kaçmasıyla aniden sona erdi. Haberler, hızlı bir şekilde yayıldı ve İngiltere'de bir bankacılık krizine yol açtı. Ardından hızla İskoçya'ya, Hollanda'ya, Avrupa'nın diğer bölgelerine ve İngiliz Amerikan kolonilerine yayıldı. Tarihçiler, bu krizin

ekonomik sonuçlarının Boston Çay Partisi protestolarına ve Amerikan Devrimi'ne katkıda bulunan en önemli faktörlerden biri olduğunu belirtmişlerdir (Britannica, 2019).

3.3.2.4. İlk “Gelişmekte Olan Piyasalar” Krizi

Krizler her zaman yeni bir umutla başlar. 1820'lerde İspanya'dan kopmuş olan yeni bağımsız Latin Amerika ülkeleri çok heyecanlıydı. Yatırımcılar özellikle o sırada yükselen İngiltere’de, ihracata özel bir ilgi duymuşlardı. Galler, yılda 3 milyon ton kömür kıran ve dünya genelinde pik demir gönderen bir ham madde kaynağıydı. Manchester, ham girdileri kimyasallar ve makineler gibi daha yüksek değerli mallara rafine ederek dünyanın ilk sanayi kenti haline gelmeye başlamıştı.

Sanayi üretimi 1820 ve 1825 arasında %34 oranında arttı. Sonuç olarak, nakit zengini Britanyalılar fonlarını bir yerlere yatırmak istediler. Son zamanlardaki Napolyon savaşları göz önüne alındığında, devlet tahvili bol miktarda arzda bulunuyordu, ancak düşmanlıkların üzerinde (ve risklerin düşük olmasıyla) hazine, oranları düşürmeyi başardı. 1822'de devlet borcuna ödenen %5 getiri, 1824'e kadar %3,3'e düşmüştü. 1820 ve 1825 yılları arasındaki enflasyon yaklaşık %1 seviyesinde, reel olarak mütevazı bir getiri sağlamıştı. Diğer bir deyişle, ekonomileri güvende ama sıkıcıydı.

Neyse ki yatırımcılar bir dizi yeni seçeneğe sahipti. 1820'lere geldiğinde Londra, Amsterdam'ı Avrupa'nın ana finans merkezi haline getirerek, hızlıca yabancı hükümetlerin fon topladığı yer haline geldi. Yeni küresel tahvil piyasasının yükselişi inanılmaz derecede hızlıydı. 1820'de Londra pazarında sadece bir adet dış tahvil vardı; 1826'da bu sayı 23'e yükseldi. Rusya, Prusya ve Danimarka'nın verdiği borç ödendi ve kapandı.

Ancak, gerçekten heyecan verici olan yatırımlar yeni dünyadaki yatırımlardı. Ufalanan İspanyol imparatorluğu, eski sömürgeleri bağımsız milletler kurmak için özgür bırakmıştı. 1822-1825 arasında Kolombiya, Şili, Peru, Meksika ve Guatemala, Londra'da 21 milyon pound (bugünün fiyatlarında 2,8 milyar dolar) değerinde tahvil sattı. Nakit para kazanmanın başka yolları da vardı: Yeni madeni keşfetmeyi planlayan İngiliz maden şirketlerinin hisseleri popülerdi. Bunlardan birinin (Anglo Meksika'nın) hisse fiyatı bir ayda 33 £ 'tan 158 £'a fırlamıştı.

Tüm bunlarla ilgili en büyük sorun, basit ama etkili bir şeydi: mesafe. Güney Amerika'ya ulaşmak ve geri dönmek için altı ay çok iyi bir süre olarak tabir ediliyordu, bu yüzden en iyi anlaşmalar bile cızırtılı bilgilere dayanarak yapıldı. En açık örnek, aslında bulunmayan yeni bir ülke adına Gregor MacGregor tarafından satılan “Poyais” tahvilleriydi.

Bu şok edici dolandırıcılık daha derin bir çürümenin semptomuydu. Yatırımcılar uygun kontroller yapmıyorlardı. Yeni ülkeler hakkındaki bilgilerin çoğu, onları tanıtmak için para ödenen gazetecilerden geldi. Daha ayırt edici koruyucular daha zor sorular sorarlardı: Meksika ve Kolombiya gerçekten de gerçek ülkelerdi, ancak sadece ilkel vergi sistemleri vardı, bu yüzden yeni borçlarına faiz ödemeleri yapmak için para toplama şansı çok azdı.

Ancak bu yeni ülkelere İngiliz desteği olmazdı. 1823 yazında, İspanya'nın temerrüdün eşliğinde olduğu anlaşıldı. Kaygı yayıldıkça tahvil fiyatları düşmeye başladı ve bu durum İngiltere'nin borçlarına ve madencilik firmalarına maruz kalan bankaları sert vurdu. 1825 Aralık'ında banka işletmelerinde parası olanlar nakit para kazanmaya başladılar. İngiltere Merkez Bankası, Bagehot'ın daha sonra kriz tipi merkez bankacılığı için bir model olarak gördüğü bir kurtarma işlemi ile hem kefaletle borç verenlere hem de doğrudan firmalara fon sağlamak için hamle yaptı. Buna rağmen, birçok banka mevduat sahiplerinin taleplerini karşılayamadı. 1826'da İngiltere ve Galler'deki bankaların %10'undan fazlası başarısız oldu. İngiltere'nin krize verdiği tepki bankacılığın şeklini değiştirdi.

1825 krizi ile ilgili en dikkat çekici şey, bu konuda ne yapılması gerektiğine dair görüşlerin keskin biçimde farklılaşmasıydı. Bazı yatırımcılar, üstünkörü iş yapmalarından dolayı suçlandı. Örneğin, bilinmeyen ülkelerin borçlarına ya da hiç madeni olmayan ülkeleri keşfetmek için kurulan madencilik kıyafetlerine yatırım yapmışlardı. Ortaya çıkan bu piyasa krizine doğal bir tepki, yatırımcıların parayı riske atmadan önce uygun kontroller yapmasını talep etmek olabilirdi.

Ancak İngiltere'nin Merkez Bankası'nın da dahil olduğu yüksek düzey finans yöneticileri bankaları suçladılar. Modern özel mülklere benzeyen küçük özel ortaklıklar, spekülasyon balonu gevşek borçlarla doldurmakla suçlandılar. O zamanki bankacılık kanunları, en fazla altı ortağın, bankaların çok sayıda fakat küçük olmasını sağlayan eşitliği sağlayabileceğini belirtti. Sadece daha büyük olabilselerdi, kaçınılmaz baskından kurtulmak için yeterli ağırlığa sahip olacaktı.

Ne yapacağını bilerek, Westminster ve Threadneedle Caddesi komiteleri kuzeye, İskoçya'ya baktı. Bankaları, istedikleri kadar ortağı olabilecek, satın alacak kişilere eşitlik veren “anonim” borç verenlerdi. İskoç borç verenleri krizde çok daha iyi sonuç aldılar. Parlamento 1826'da bu kurumu kopyalayan yeni bir bankacılık yasasını kabul etti. İngiltere zaten tahvillerin global merkeziydi. Mülkiyet kısıtlamaları kalktığında, şimdi İskoçya Kraliyet Bankası'nın (RBS) bir parçası olan National Provincial gibi bankalar o zamandan beri devam eden bir süreç olarak rakiplerini ezmeye başladılar.

Anonim bankacılığa geçiş İngiliz finansal tarihinde acı bir an olarak anılmaktadır. Büyük avantajları vardı: modern mega bankın ataları doğdu ve İngiltere, bankaların yanı sıra tahvillerde de dünya lideri oldu. Ancak tetiklediği uzun birleşme zinciri, RBS'nin neden dünyanın en büyük bankası haline geldiğini ve 2009'da başarısız olanların en büyüğü olduğunu açıklıyor. Bugün İngiltere'nin en büyük dört bankası, ülkenin mevduatının yaklaşık %75'ini elinde tutmaktadır ve herhangi birinin başarısızlığı ekonomiye sistematik bir risk oluşturacaktır (Finance-monthly, 2018).

3.3.2.5. 1857 Krizi: Panik Küresel Boyutlarda

19. yüzyılın ortalarında, dünya finansal krizlere alışmaya başlamıştı. İngiltere, 'on yılda bir kriz kuralı' üzerinde işlem yapıyor gibiydi: 1825-26 krizini, 1837 ve 1847'de panik izliyordu. Bu döngüyü bilenlere göre, 1857'nin krizi de aynı gibi görünüyordu. Fakat bu sefer işler farklıydı. Amerika'nın orta batısında olan bir şok, ülke sınırlarını aşarak New York'tan Liverpool ve Glasgow'a, ardından Londra'ya atladı. Oradan Paris, Hamburg, Kopenhag ve Viyana'da çökmelere neden oldu. Finansal çöküşler sadece düzenli değildi - şimdi onlar da küreseldi. Görünürde, İngiltere 1850'lerde iyi gidiyordu. Dünyanın geri kalanına yapılan ihracat artmakta ve Avustralya'daki altın keşifleriyle kaynaklar artmıştı. Ancak görünürde olmayan iki büyük değişiklik meydana geldi. Bu iki büyük görünmez değişimle birlikte gazeteler, "öncekinden daha şiddetli ve daha kapsamlı bir kriz" olarak manşetlendirdikleri şeyi yaratacaklardı. İlk büyük değişiklik, yeni bir ekonomik bağlantı ağının oluşmasıydı. Kısmen, ticaret yapmak üzereydiler. 1857'ye gelindiğinde Amerika, büyük ticaret ortakları olarak İngiltere ve kolonileriyle birlikte 25 milyon dolarlık cari hesap açığı veriyordu. Amerikalılar sattıklarından daha fazla mal satın aldı. Britanya bugün de Çin gibi fon sağlamak için Amerikan varlıkları satın aldı. 1850'lerin ortalarına gelindiğinde İngiltere, Amerikan hisse senetleri ve tahvillerinde yaklaşık 80 milyon dolar tuttu (The Economist, 2019).

Demiryolu şirketleri popüler bir yatırımdı. Illinois Central, Philadelphia ve Reading gibi Amerikan demiryolu şirketlerinin hisseleri, Britanyalıların kurullarında oturduğu İngiliz yatırımcılar için oldukça popülerdi. Kazançlarının değerlemelerini haklı çıkarmamış olması çok da önemli değildi: gelecekteki büyüme için bir bahis oldu. İkinci büyük değişiklik, bir finansal yenilik patlamasının olmasıydı. İngiltere'nin agresif anonim bankaları rakipleri aştığında, mevduatlar 1847-1857 arasında neredeyse % 400 büyüdü. Ancak finansal yapıyla indirim yapılan evler şekillenirken, istedikleri zaman çekilebilecekleri vaadiyle yatırımcıların nakit

paralarını aldı ve firmaları borç vermesi için avladı. Kısacası, her şeyleri tamdı ancak bir tek isimleri eksikti.

Rekabet şiddetliydi. Anonim bankaların mevduat sahipleri, İngiltere Merkez Bankası'nın oranının yüzde bir puandan az olması nedeniyle, bundan daha az para ödeyen herhangi bir iskonto işlemleri yapan bankadan fon çekemezdi. Ancak merkez bankası da aktif bir kredi vereni olduğu için, faiz oranı indirim kurumlarının borçlulara ne yükleyebileceğine bir sınır koydu. Oynanacak sadece bir puanla bile işler tersyüz olabilirdi. Nakit sıfır faiz ödediğinden, rezervlerini sıfıra yaklaştırdı, böylece büyük para yatırma fonlarıyla karşı karşıya kaldıklarında İngiltere Merkez Bankası'ndan her zaman borç alabileceklerine güvendiler. Her zaman sıkışıklıkla karşı karşıya olan Londra'nın yeni finansörleri sermaye tamponlarını kesti (Brittanica, 2019).

Bu arada Amerika'da bir sigorta şirketi olan Ohio Life'in yöneticisi Edward Ludlow, demiryolu heyecanına kapıldı. Doğu şehirlerini yeni sınır kasabalarına bağlamak için yeni hatlar inşa ediliyordu. Birçoğu çok yatırım yaptı ancak Ludlow, 3 milyon dolarlık Ohio Life'in demiryolu şirketlerine 4,8 milyon dolar bahis oynadı. Sadece bir yatırım, Cleveland ve Pittsburgh hattında, sigortacının sermayesinin dörtte birini oluşturuyordu. 1857 ilkbaharının sonunda, demiryolu stokları düşmeye başladı. Yüksek kaldıraçlı ve çok popüler olan Ohio Life, daha da hızlı bir şekilde düştü ve 24 Ağustos'ta başarısız oldu. Sorunlar doğuya yayıldı ve demiryollarına yatırım yapan borsacıları aşağı çekti. Bankalar stoklarını düşürdüklerinde, fiyatlar daha da düşerek kayıpları artırdı. 13 Ekim'de Wall Street, paralarını talep eden emanetçilerle doluydu. Bankalar mevduatları para birimine dönüştürmeyi reddetti. Amerika'nın finansal sistemi başarısız oldu. İskonto kurumları, problemi daha büyük bir hale getirdi. Bu kurumlar, firmalar için hayati bir kredi kaynağı olmuştu. Ancak yatırımcılar bilançolarından şüpheleniyorlardı. Haklıydılar: bir firma 900.000 £ riskli kredileri destekleyen 10.000 £ sermaye bildirdi, bu da modern aşımaların bile üstüne çıkan bir kaldıraç oranıydı. Bankalar ve şirketler gerçekten çok başarısızlardı. 1857'nin son üç ayında, yatırımcı sermayesinin 42 milyonunu kaybeden 135 iflas vardı. İngiltere'nin geniş kapsamlı ekonomik ve finansal kollarının olmasından dolayı, bu Avrupa çapında paniğe neden olacağı anlamına geliyordu (Finance-monthly, 2018).

Küresel olmanın yanı sıra, 1857'deki çöküş bir diğer unsuru da daha belirgin hale getirdi: Finansal güvenlik ağlarının aşırı risk alma yaratabileceğinin kabul edilmesi. İskonto kurumları riskli bir şekilde hareket etmiş, bazı likit varlıkları ve küçük sermaye tamponlarını kısmen elinde tutmuşlardı, çünkü İngiltere Merkez Bankası'ndan her zaman borç alabileceklerini biliyorlardı. Bundan memnun olmayan Banka 1858'de politikalarını değiştirdi.

Iskonto kurumları artık bir hevesle borç alamazdı. Merkez bankasına bir dayanak noktası olarak güvenmek yerine, kendi nakit rezervlerini koruyarak kendi kendilerini güvenceye almak zorunda kalacaklardı. Bu adım, 1857 krizini devletin desteğini tekrardan masaya koyan nadir bir örnek haline getirdi (The Economist, 2019).

3.3.2.6. 1873 Borsa Çöküşü

KontROLSÜZ spekülasyonlarla tetiklenen 1873 Mayıs tarihli Viyana Menkul Kıymetler Borsası çöküşü, hisse senetlerinde ve panik satışlarında büyük düşüşe neden oldu. Merkez Bankası devreye giremedi ve destek sağlayamadı; çünkü yeterli rezervi yoktu. Kriz, Monarşi'deki ekonomik büyümeye son verdi, bankacıların zenginliğini ve imparatorluk mahkemesinin bazı üyelerini ve imparatorun ailesini etkiledi. Ayrıca, Mayıs-Ekim 1873 arasında Avusturya-Macaristan başkentinde düzenlenen büyük bir dünya fuarı olan Viyana Dünya Fuarı ziyaretçilerinin sayısında düşüşe yol açtı. Daha sonra, kriz kademeli olarak bütün Avrupa'yı etkiledi (Citeco, 2019; Habsburger, 2019).

3.3.2.7. 1929 Büyük Buhran

Kara Salı olarak da bilinen 29 Ekim 1929'da New York Borsası'ndaki hisse fiyatları çöktü. 1930'larda yaşanan Büyük Buhranın tek nedeni bu değildi belki ancak buna kesinlikle büyük ölçüde katkıda bulunan ve küresel ekonomik çöküşü hızlandıran bu tarihi günden sonra gelişmeler çok daha kötü hale geldi. 1920'lerde, ABD borsası hızlı bir şekilde genişledi ve Ağustos 1929'da yapılan birçok spekülasyonun ardından zirveye ulaştı. O zamana kadar, üretim düşmüş ve işsizlik artmış, bu da reel değerlerinden daha büyük miktarda stok bırakmıştı. Buna ek olarak, ücretler düşüktü, tarım mücadele ediyordu ve borcun yayılmasının yanı sıra, tasfiye edilemeyen büyük banka kredisi fazlası vardı.

Eylül ve Ekim başında, hisse senedi fiyatları yavaş yavaş düşmeye başladı. 21 Ekim'de başlayan panik satışlar, 24-28 Ekim'de yüksek miktarlarda devam etti ve nihayet hisse senetlerinin fiyatlarının tamamen düştüğü ve bir gün içinde 16,410,030 adet hisse işleminin gerçekleştiği 29 Ekim'de sona erdi. William C. Durant ve Rockefeller ailesinin üyeleri gibi mali devler, piyasaya duydukları güveni göstermek için büyük miktarda hisse satın alarak piyasayı dengelemeye çalıştılar, ancak bu durum fiyatlardaki hızlı düşüşü durduramadı. Borsa Takip Ekranı aşırı büyük işlem hacmini kaldıramadığından dolayı, akşam 7: 45'e kadar çalışmaya ve akmaya devam etti. Gün boyunca Borsa 14 milyar dolar kaybetmişti. Buhran bugün, finansal

dünya finans tarihinin en büyük krizi olma unvanını elinde bulundururken, 1929 sonrası Batı dünyasını etkileyen 12 yıllık Büyük Buhran'ın başlamasına işaret ediyordu (History, 2019).

1929 çöküşünün arifesine kadar Amerika'da her şey yolunda ilerliyordu. Otomobiller ve inşaat güçlü dönemlerinden birini yaşarken, bu sektörler 1920'lerde büyüdü ve her iki sektördeki sağlam işler ücretlerin ve tüketimin artmasına yardımcı oldu. Ford, günde 9.000 model otomobil yaparken, yeni inşa edilen evlere yapılan harcamalar 1925'te 5 milyar dolara kadar yükseldi. Bu süre zarfı içerisinde 1923 ve 1926'da yavaşlamalar da görüldü ancak momentum hep güçlüydü (The Economist, 2019).

Bankalar da performans olarak iyi görünüyordu. 1929'a gelindiğinde Amerika'nın 25.000 borç verenin toplam bilançoları 60 milyar dolara ulaştı. Sahip oldukları varlıklar ihtiyatlı görünüyordu: sadece %60'ı kredi, %15'i de nakit olarak tutuldu. Yatırım amaçlı menkul kıymetler tarafından yapılan %20 bile, mantıklı görünüyordu: Hisse senetleri içindeki aslan payını ise tahvillerinin yarısından fazlasını oluşturan ultra-güvenli devlet tahvilleri oluşturuyordu. Bu kadar yüksek kalitedeki varlıklarla bankalar, kendilerini kayıplardan koruyacak sermaye tamponlarına izin verdi (The Economist, 2019).

Ancak 1920'lerin genç ABD Merkez Bankası (FED), kurulduktan (1913) hemen sonra bir sıkıntı yaşadı, dükkânlarda hisse fiyatları ters yönde hareket etmeye başlamıştı. Piyasalar, özellikle yeni popüler olan radyolar, alüminyum ve uçaklar gibi yeni teknolojilerden yararlanan firmaların hisseleriyle yükseliyordu. Ancak bu yeni teknolojilerin çok az bir kısmının temettü ödemeleri kaydı vardı ve yatırımcılar değerlerini artırmaya devam edeceklerini umarak paylarına sarıldılar. Aynı zamanda, kurulan işletmeler tüketici fiyatları düştükçe daha zayıf görünüyorlardı. Bir süredir yaşanan bu sorun FED'i felç etti. Sonunda piyasa izleyicileri kazandı ve merkez bankası 1928'de faiz oranlarını yükseltti.

Bu çok ama çok büyük bir hataydı. %3,5'ten %5'e yükselme, pazarın tepetaklak gidişini durdurmak için çok küçüktü: Hisse fiyatları Eylül 1929'a kadar artmaya devam ederken, Dow Jones endeksi 381'e yükseldi. Ancak bu durum Amerika'nın bayrak endüstrisi olan sanayi üretimine zarar verdi. Yaz sonunda sanayi üretimi yıllık %45 oranında düşüyordu. Yerli sıkıntılara ek olarak yurt dışından da kötü haberler geldi. Eylül ayında, Londra Menkul Kıymetler Borsası sahte bir finansçı olan Clarence Hatry'nin tutuklanmasıyla çöktü. Elden çıkarmalar ve çok büyük oranda zararına satışlar yaklaşıyordu. 28 ve 29 Ekim'de sadece iki gün içinde Dow %25'e yakın kaybetti. 13 Kasım'a kadar, iki ay içinde %45 düşüşle 198 seviyesine indi (The Economist, 2019).

Ancak işler daha da kötüye gidecekti. Banka iflasları dalgalar halinde geldi. İlk dalga, 1930'da Arkansas, Illinois ve Missouri gibi tarım eyaletlerinde banka işletmeleriyle başladı. O

yıl toplam 1.350 banka battı. Ardından ikinci bir dalga Nisan 1931'de Chicago, Cleveland ve Philadelphia'yı vurdu. Dış baskı iç kaygıları daha da kötüleştirdi. İngiltere, Altın Standardı terk ederken, Amerikan ihracatçılarına baskı uyguladı ve döviz kuru düştü. Avusturya ve Almanya'da da bankacılık panikleri vardı. Halkın güveni buharlaştığında, Amerikalılar tekrar para biriktirmeye başladı. Hayatta kalan bankalar o kadar kötü durumdaydı ki, FED' in tahvil satın alma kampanyası yalnızca geçici bir nefes almaya neden oldu.

Bu durum Şubat 1933'te netleşti. Bu kez ulusal ölçekte olan son panikte başta Nevada, Iowa, Louisiana ve Michigan'daki ödünç vericiler başta olmak üzere daha çok acil durum tatillerini zorlamaya başladı. İç bankalar, New York borç verenlerine verilen bankalar arası mevduatlara çağrı yaparak, yalnızca Şubat 1933'te 760 milyon dolar harcadılar. Doğal olarak, şehir bankacıları yeni Federal Merkez Bankası'na döndüler. Ama imkânsız olan oldu. 4 Mart'ta Merkez Bankası kuruluş gayesinin tam tersini yaparak faizle borç verme yolunu tamamen kapattı. Böylelikle, tüm acil durumlarda fon kaynağı olma misyonunda Federal Rezerv başarısız olmuştu. Ülke genelinde bir hafta süren banka tatili yürürlüğe girdi (The Economist, 2019).

Amerikan finansının en karanlık dönemindeki en kara haftaydı. Düzenleyiciler bankaların hesap defterlerini incelediler ve o hafta kapanan 2.000'den fazla banka bir daha asla açılmadı. Bu düşük seviyeden sonra işler düzelmeye başladı. 1929-1933 yılları arasında yaklaşık 11.000 banka iflas etti ve para arzı %30'dan fazla düştü. İşsizlik, kriz arifesinde sadece %3,2 iken %25 seviyelerini aşarken, 1940'ların başlarına kadar, önceki en düşük seviyesine geri dönmeyecekti. Dow'un 1929'da ulaştığı zirve noktasını geri kazanması 25 yıldan fazla sürdü.

Reform kaçınılmazdı. İlk adım sistemi tehlikeye atmaktı. Kısa vadede bu, halka arz edilen büyük bir sermaye enjeksiyonu ile yapıldı. Sistemin mevcut sermayesinin üçte biri olan 1 milyar dolarlık destek, geri kalan 14.000 bankanın 6.000'inden fazlasına gitti. Gelecekteki riskler yeni yasalarla etkisiz hale getirilip, borsa işlemlerini sıradan borç verme işlemlerinden ayıran kurallar getirilirken, FED'e müşterilerinin yatırım için kredi kullanmış bankaları düzenlemek için yeni yetkiler verildi (The Economist, 2019).

1 Ocak 1934'te kurulan Federal Mevduat Sigorta Komisyonu (FDIC) ile birlikte bankalarla ilgili bir kez ve hepsine hitap eden yeni bir hükümet kurumu kuruldu. Müşteri başına 2,500 dolarlık mevduat korunarak, banka başarısızlığı maliyetlerinin düşürülmesi hedeflendi. Para yatırımların zararlarını sınırlayarak geliri, para arzını ve satın alma gücünün korunacağı düşünülmüyordu. Böylelikle mevduat sahipleri FDIC'ye güvendikleri için bankalarda oluşan en düşük finansal problemde hemen sıraya girmeyeceklerdi.

Bu düzen bir şekilde amacına ulaştı. Bankalar hızlı bir şekilde FDIC tarafından sigortalı olduklarını duyurmaya başladılar ve müşteriler mevduatlarını risksiz görmeye başladılar. 70 yıl

boyunca mevduat sahiplerinin bankadan hesaplarını çekmek için yarattıkları bir kargaşa olmadı. Bankalar, yıllık bazda düşen likidite ve öz kaynak tamponlarını azaltabildiler. Düşük maliyetli risk paylaşımı, merkez bankaları ve depozito sigortası artık etkindi.

Yine de bu Hamilton'un umduğu şey değildi. Hükümeti daha istikrarlı hale getiren bir finansal sistem ve düşük faiz oranlarında altyapı ve askeri harcamaları mümkün kılmak için kamu borcunu destekleyen bankalar ve piyasalar istiyordu. 1934'e gelindiğinde tam tersi bir sistem oluşturuldu, finansal sistemin istikrarlı olmasını sağlamak devletin işi oldu. Vergi mükellefine risk yükleyerek, finansmanın evrimi, kapitalizmin merkezinde çarpık bir sübvansiyon yarattı.

Amerika ve İngiltere'deki en büyük bankaların yakın zamandaki kaderi bu sübvansiyonların gerçek maliyetini göstermektedir. 2008'de Citigroup ve RBS Grubu, dünyanın en küçük 150 ülkesinin toplam GSYH'sinden daha büyük, yaklaşık 6 trilyon dolar tutarında birleşik varlığa sahiplerdi. Sermaye tamponları küçüktü. Sermaye bittiğinde, kurtarma işlemi 100 milyar doların üzerine çıktı. Daha yavaş büyüme, daha yüksek borçlar ve bazı ülkelerde son yıllarda ortaya çıkan daha zayıf istihdam umutlarından dolayı bankacılık krizinin genel maliyeti daha da yüksekti (The Economist, 2019).

Ancak kurtarma işlemleri bir hata değildi, çünkü bu büyüklükteki bankaların başarısız olmasına izin vermek daha maliyetli olurdu. Hükümetlerin bankaları kurtarması gerektiğini bilmek, finans bölümlerinin tek yönlü bir bahis haline geldiği anlamına geliyordu. Bankaların borcu bunun için verilebilecek en önemli örneklerdendir. IMF kısa süre önce, dünyanın en büyük bankalarının 2011-12 yılında toplam 630 milyar dolar değerinde devlet yardımlarından yararlandığını tahmin ediyordu. Bu durum, borcu ucuzlatır ve kaldıraç oranını arttırır. Bu arada Amerika'da hükümetin ipotek piyasası için bir durgunluk yapması ve krizdeki zararların %90'ını karşılaması önerileri vardı. Tabi bu gelişmeler eskiden olduğu gibi halkın cüzdanı için yine risk içeriyordu.

Bu sorunu çözmek, özel sektöre yeniden risk koymak demektir ve beraberinde zor seçimler gerektirecektir. Bankaların sahip olduğu sübvansiyonların kaldırılması borçlarını daha pahalı hale getirecek, yani hissedarlar temettülerde kaybedecek ve kredi maliyeti artacaktır. Aşırı vadeli mevduat sigortasını kesmek, birikimlerini tehlikeli bankalara koyan güvenilir yatırımcıların büyük zarar görebileceği anlamına gelir.

Düzenleyiciler, son krizin ardından yeni bir reform türü uyguladıklarında, devletin finans alanındaki rolünün daha da büyük bir şekilde ele geçirilmesine yönelik eğilimi tersine çevirme fırsatına sahip olurlar. Ancak sanayiye devlet desteğinden çıkarmak kolay olmayacaktır.

Bu krizlerin hikayelerinin gösterdiği gibi, yüzlerce yıllık finansal tarih diğer yöne doğru itiliyordu (The Economist, 2019).

3.3.2.8. Kara Pazartesi - 1987

19 Ekim 1987'de, dünya genelindeki borsalar, günümüzde Kara Pazartesi olarak bilinen tarihin en kötü günlerinden birini yaşadılar. Uzun süren bir görüşmenin ardından kriz Asya'da başladı, Londra'da yoğunlaştı ve Dow'un tarihinde yüzde cinsinden en kötü (Dow Jones endüstriyel ortalama değeri %22,6) seviyesine düştü. Kara Pazartesi, modern finansal sistemin ilk çöküşü olarak biliniyor, çünkü yeni çıkarılan bilgisayarlı ticaretle birlikte bu durumun sonuçları daha da kötü bir hale ulaşmıştı. Çöküntünün sebeplerinin arkasındaki teoriler, ABD ekonomisindeki yavaşlama, petrol fiyatlarındaki düşüş ve ABD ile İran arasındaki gerilimin artması olarak görülmektedir. Ay sonunda, borsalar Hong Kong (%45,5), Avustralya (%41,8), İspanya (%31), Birleşik Krallık (%26,45), Amerika Birleşik Devletleri (%22,68) ve Kanada'da (%22,5) düştü. Ancak 1929'daki pazar çöküşünün aksine, Kara Pazartesi ekonomik durgunlukla sonuçlanmadı (qz, The street, 2019).

3.3.2.9. 1997 Asya Krizi

1997'de Tayland'da yabancı yatırımcıların güvenini kaybettiği ve bu yatırımcıların ülkenin borçlarının çok hızlı artmakta olduğu konusunda endişeli olmalarından dolayı ortaya çıkan bu kriz, hızlı bir şekilde Doğu Asya'ya ve ticaret ortaklarına yayıldı. Gelişmiş ülkelerden, Doğu Asya ekonomileri olan ve Asya Kaplanları olarak da bilinen Tayland, Endonezya, Malezya, Singapur, Hong Kong ve Güney Kore'ye olan spekülasyon sermaye akışı, bu ekonomilerde aşırı kredi kullanımıyla sonuçlanarak, çok fazla borç stoku oluşturdu. 1997 yılının Temmuz ayında, Tayland hükümeti, döviz kurlarının eksikliğinden dolayı uzun süredir sürdürdüğü ABD doları karşısındaki sabit döviz kurunu terk etmek zorunda kaldı. Bu Asya finansal piyasalarında bir panik dalgası başlattı ve hızlı bir şekilde milyarlarca dolarlık yabancı yatırımın yaygın şekilde tersine çevrilmesine yol açtı. Piyasalarda açılmaya başlanan panik ve yatırımcılar Doğu Asya hükümetlerinin olası iflaslarına karşı ihtiyatlı bir şekilde büyüdükçe, dünya çapında bir finansal çöküş korkusu yayılmaya başladı. İşlerin normale dönmesi yıllar aldı. Uluslararası Para Fonu, bu ülkelerin temerrüde düşmemesine yardımcı olmak için en çok etkilenen ekonomiler için kurtarma paketleri oluşturmak için devreye girmek zorunda kaldı.

Tayland'daki kriz yavaş yavaş Asya'daki diğer ülkelere yayıldı; en çok, Güney Kore, Hong Kong, Laos, Malezya ve Filipinler etkilendi. Güven kaybı bu ülkelerin para birimlerini etkiledi: İlk altı ayda Endonezya rupisinin değeri %80, Tayland bahtı %50'nin üzerinde, Güney Kore won'u yaklaşık %50 ve Malezya ringgit'i %45 civarında değer kaybetti. Krizin baş gösterdiği tarihten itibaren 12 ay içerisinde, bu krizden en çok etkilenen ekonomilere sermaye girişlerinde 100 milyar dolardan fazla düşüş görüldü (Brittanica, 2019).

3.3.2.10. *İnternet Balonunun Patlaması*

1990'ların ikinci yarısında, İnternetin ticarileşmesi, çevrimiçi ticaretin geleceği için birçok insanın iş fikrini ve umudunu heyecanlandırdı ve buna ilham verdi. Giderek daha fazla sayıda internet tabanlı şirket ("dotcom") piyasaya sürüldü ve yatırımcılar çevrimiçi ortamda faaliyet gösteren her şirketin bir gün çok kârlı olacağını varsaydı. Maalesef durum böyle değildi - başarılı olan işletmelere bile aşırı değer biçildi. Bir şirket, adından sonra ".com" ekine sahip olduğu sürece, girişim kapitalistleri dikkatsizce yatırım yapar ve geleneksel temelleri göz önüne almayı başaramazdı. Piyasadaki aşırı güvenin oluşturduğu balon; piyasadaki spekülasyon, ucuz para ve kolay sermaye ile beslendi.

10 Mart 2000'de NASDAQ endeksi 5,048.62'de zirve yaptı. Ancak, pazarın gördüğü bu zirveye rağmen, Dell ve Cisco gibi birkaç büyük teknoloji şirketi, hissedarlarına yatırım yapanlar arasında panik satışını tetikleyen büyük satış emirleri verdi. Borsa, değerinin %10'unu kaybetti, yatırım sermayesi erimeye başladı ve birçok dotcom şirketi sonrasındaki birkaç hafta içinde işsiz kaldı. Birkaç ay içinde, yüz milyonlarca dolar piyasa sermayesine ulaşmış olan internet şirketleri bile değersiz hale geldi. 2002 yılına gelindiğinde, dotcom krizi yatırımcılarına 5 trilyon dolara mal olmuştu (The Street, Investopedia, 2019).

3.3.2.11. *2010 Yıldırım Krizi*

6 Mayıs 2010'da ABD borsası yaklaşık 36 dakika süren bir şok geçirdi, ancak milyarlarca doları büyük ABD şirketlerinin hisse fiyatlarından silmeyi başardı. Düşüş, daha önce hiç görülmemiş bir hızda gerçekleşti, ancak Amerikan ekonomisi üzerinde çok az bir etkiye neden oldu.

6 Mayıs 2010'da pazarın açılmasıyla birlikte, Yunanistan borç krizi ve İngiltere genel seçimleriyle ilgili genel piyasa endişeleri vardı. Bu, öğleden sonra saat 2: 30'da yıldırım hızında gerçekleşen bir kazasının başlamasına yol açtı - Dow Jones 300 puandan fazla düşerken, S&P

500 ve NASDAQ kompoziti de etkilendi. Sonraki beş dakika içinde, Dow Jones 600 puan daha düşerek günlük yaklaşık 1000 puanlık bir kayba ulaştı. Öğleden sonra saat 3: 07'de işler daha iyi görünüyordu ve piyasa düşüşün çoğunu geri kazandı ve yalnızca açıldığından%3 daha düşük bir oranda kapandı. Krizin ardındaki olası nedenler, “tombul parmaklı” ticaretten (teknik ticarete bir klavye hatası) yasadışı bir siber saldırıya kadar değişebiliyordu. Bununla birlikte, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) ve Emtia Vadeli İşlemler Ticaret Komisyonu (CFTC) tarafından hazırlanan ortak raporda, aşırı fiyat hareketinin, geçerli piyasa koşullarının ve büyük otomatik satış siparişinin birleşiminden kaynaklanabileceği belirtildi.

Bazı menkul kıymetler değerlerinin %99'unu birkaç dakika içinde kaybettiğinden, bu modern tarihin en etkileyici borsa çöküşlerinden biriydi (U.S. Commodity Futures Trading Commission ve U.S. Securities and Exchange Commission., 2010).

3.3.2.12. 2015-16 Çin Pazarı Krizi

Birkaç yıl boyunca giderek daha olumlu bir hava yakalandıktan sonra, Çin Borsası 12 Haziran 2015'te patladı ve 27 Temmuz ve 24 Ağustos 2015'te tekrar düştü. Çin Hükümeti piyasayı dengeleme girişimine rağmen, 4 ve 7 Ocak 2016 ve 14 Haziran 2016'da ek düşüşler gerçekleşti. Temmuz 2015'te kaotik panik satışı, tüm ülkeye yayılma ve sistemik finansal risklerin ülke genelinde ortaya çıkması korkusuyla, yalnızca üç haftada Çin'deki hisselerin değerinin 3 trilyon dolardan fazlasını silmiş oldu. 11 Ağustos'ta Çin yuanındaki sürpriz devalüasyon ve Çin'in büyümesi için zayıflatıcı bir bakış açısının, diğer gelişmekte olan ekonomiler üzerinde baskı yaratan çöküşün nedenleri olduğuna inanılıyor (The Economist, 2015).

3.3.2.13. 1973 OPEC Petrol Krizi

Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) Irak'ın Bağdat kentinde Eylül 1960'da aynı zamanda örgütün kurucu üyeleri olan İran İslam Cumhuriyeti, Irak, Kuveyt, Suudi Arabistan ve Venezuela olmak üzere beş ülke tarafından bir anlaşma imzalanarak kuruldu. Hâlihazırda 14 Üye Ülkesi bulunan OPEC'in amacı, petrol üreticileri için adil ve istikrarlı fiyatlar sağlamak amacıyla üye ülkeler arasında petrol politikalarını koordine etmek ve birleştirmek, tüketici uluslara verimli, ekonomik ve düzenli bir petrol arzı ve sektöre yatırım yapanlara adil bir sermaye getirisi kazandırmaktır (OPEC, 2019).

Orta Doğu'daki sorunların neden olduğu 1967 ve 1979 arasında bir dizi enerji krizi yaşandı, ancak en önemlisi, Arap petrol üreticilerinin bir ambargo uyguladığı 1973 yılında başladı.

Yom Kippur savaşı olarak da bilinen ve Suriye ile Mısır'ın İsrail ile karşı karşıya geldiği savaşta İsrail'e desteğine cevaben Amerika'yı boykot etme ve batıyı cezalandırma kararı, ham petrolün 1974 yılına kadar varil başına 3 dolardan 12 dolara çıkmasına neden oldu. Benzin müthiş bir şekilde artmış ve tüm taşımayı daha pahalı hale getirmiştir.

Bu kriz, başta Arap ülkelerinden oluşan OPEC (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü) üye ülkelerinin, Dördüncü Arap-İsrail Savaşı sırasında İsrail'e silah göndermelerine yanıt olarak ABD'ye misilleme yapmaya karar vermesiyle başladı. OPEC ülkeleri bir petrol ambargosu ilan ederek ABD ve müttefiklerine petrol ihracatını aniden durdurdu. Bu, büyük petrol kıtlığı ve petrol fiyatlarında ciddi bir artışa neden oldu ve ABD ve diğer birçok gelişmiş ülkede ekonomik krize yol açtı. Ardından gelen krizi benzersiz kılan şey, çok yüksek enflasyonun (enerji fiyatlarındaki ani yükselişe bağlı) ve ekonomik durgunluğun (ekonomik kriz nedeniyle) eşzamanlı olarak ortaya çıkmasıydı. Sonuç olarak, ekonomistler dönemi "stagflasyon" (durgunluk içinde enflasyon) dönemi olarak adlandırdı ve çıktının toparlanması ve enflasyonun kriz öncesi seviyelerine düşmesi birkaç yıl aldı (Issawi, 1979).

Ekim 1973 ve Ocak 1974 arasında dünya petrol fiyatları dört katına çıktı. Onlarca yıl ucuz enerjiye son vererek, Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü'nün (OPEC) Arap üyeleri tarafından ortaya çıkan 1973-74 petrol krizi, birçok sanayileşmiş ülkenin karşı karşıya kaldığı ekonomik zorlukları daha da şiddetlendirdi, dış borçlanma yoluyla enerji ithalatı yapan gelişmekte olan ülkeleri enerjilerini finanse etmeye zorladı ve petrol ihracatçıları için büyük fazlalar yarattı.

1973-74 petrol krizi, Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) üyeleri ile Batılı petrol şirketleri arasında petrol üretimi ve fiyatlandırma seviyelerinde sıkça yapılan müzakerelerin ardından geldi. Richard Nixon'ın 1971'de ABD'nin altın standartlarından çıkarılması kararı, petrol krizine katkıda bulunmak açısından özel bir öneme sahipti. Petrol fiyatları dolar cinsinden olduğu için, Bretton Woods para rejiminin sonuna eşlik eden devalüasyon, petrol ihraç eden ülkeleri olumsuz yönde etkiledi ve OPEC yetkililerini dolar yerine altın almak gibi iyileştirici adımları göz önünde bulundurmaya yöneltti. OPEC'teki Arap üyeleri, Yom Kippur Savaşı'nın patlak vermesine cevaben, Ekim 1973'te ham petrol fiyatını %70 artırırken ABD'ye ve İsrail'le müttefik ülkelere yapılan ihracata ambargo koydu. Savaş Ekim ayı sonunda sona ermesine rağmen, OPEC sonraki aylarda "petrol silahını" kullanmaya devam etti. Petrol ihracatçıları kasım ayında üretimi eylül seviyelerinin %25 altına düşürdü ve bir sonraki ay ham

petrol fiyatını iki katına çıkardılar. Ocak 1974 itibariyle dünya petrol fiyatları krizin başladığındaki seviyeden dört kat daha yüksekti. Fiyatlar kısa sürede istikrar kazanmasına rağmen, petrol krizi uluslararası sistem üzerinde derin bir etki yaptı. İlk olarak, dünya enerji fiyatlarındaki artış, petrol ihraç eden ülkeler için daha önce benzeri görülmemiş cari işlemler fazlası vermiştir ve bunların çoğu ABD bankalarına yatırılmıştır. "Petrodollar geri dönüşüm" olarak bilinen bir sistem sayesinde, bu fonların birçoğu, enerji ithalatlarını finanse etmelerine yardımcı olmak için, petrol ithal eden gelişmekte olan ülkelere borç verilmişti. Petrol krizi aynı zamanda Batı'nın sanayileşmiş ülkelerinin karşı karşıya kaldığı ekonomik zorlukları da artırdı. Artan enerji fiyatları ekonomik büyümeyi yavaşlattı ve enflasyonu destekledi ve "stagflasyon" meydana geldi. Jeopolitik cephede OPEC'in eylemleri, gelişmekte olan ülkelere, dış yardım seviyelerinin artması, devlet borçlarının azaltılması ve sanayileşmiş ülkelerle yapılan tercihli ticaret anlaşmalarını içeren bir "yeni uluslararası ekonomik düzen" kurulmasını talep etmek için gelişmekte olan ülkelere ilham verdi. Son olarak, onlarca yıllık ucuz petrole son veren kriz, sanayileşmiş ülkeleri enerji kullanımlarını azaltma yollarını aramaya zorladı. ABD'de bu, gaz düzenlemesine ve saat başına ulusal bir milin 55 mil hız limitinin benimsenmesine yönelik önlemlere yol açtı (Slaying the Dragon of Debt, 2019).

OPEC, 1973'te petrol ihracatına ambargo koyma kararının ardından, Eylül 1973'te 2.70 / varil olan petrol fiyatlarının Ocak 1974'te \$13.00/varil seviyesine gelerek dört katına çıkmasına neden olduğundan dolayı önemli bir rol oynamaya başlamıştı. 1978 / 79'daki petrol fiyatları, Ekim 1978'deki 12,85'ten 1979 Kasım'daki 40,75 dolara çıkmıştır. Verimlilik kazanımları ve yeni petrol tedarikçileri ve çeşitli OPEC üyeleri arasındaki anlaşmazlıklar (özellikle İran-Irak ve Birinci Körfez Savaşları sırasında), sonraki yirmi yıl boyunca kartelin rolünü azaltmıştır. OPEC, fiyat grupları içindeki hedefleri çerçevesindeki kararlarını uygulayarak, Asya finansal krizi sürecinde 10 \$/varil altına düşen fiyatlara aktif olarak müdahale etti. Piyasaları aktif bir şekilde yönetmeyi hedefleyen hayatta kalan tek emtia organizasyonu olan OPEC ile daha önceki emtia anlaşmaları arasındaki temel fark, OPEC'in, piyasa koşullarının gerektirdiği durumlarda nasıl müdahale edebileceğine ilişkin yasal bir hüküm içermemesi, dolayısıyla değişen koşullara esnek bir şekilde cevap verebilmesidir (Baffes vd., 2015).

3.3.3.14. Uluslararası Borç Krizi

Meksika hükümeti, 12 Ağustos 1982'de, 80 milyar dolarlık ödenmemiş borcunu ve uluslararası bankalara yapacağı borç ödemelerini karşılayamadığını açıkladı. Bu uluslararası

borç krizinin ilk işareti oldu. Meksika'nın açıklamasından kısa bir süre sonra, diğer az gelişmiş ülkeler (AGÜ) de geri ödemeleri karşılamada ciddi zorluklarla karşılaştıklarını açıkladı. 1980'lerde ve 1990'larda, AGÜ'lerin borçlarını ödemeye çalışırken karşılaştıkları sorunlar uluslararası politika sorunlarından biri olmuştur. Borç krizi, düşük gelirli gelişmekte olan ülkelere orta gelirli ülkelere kadar geniş bir dizi ülkeyi kapsamaktadır (Pilbeam, 1998).

Borçlanmanın ve ulusal sınırların ötesinde borçlanmanın tarihsel varlığı açıkça hem borçluların hem de alacaklıların işlemleri refah artırıcı gibi gördüklerinin kanıtıdır. Ancak kaçınılmaz olarak, ülkeler o zaman diliminde ve sonrasında dış borçlarını karşılarken ciddi zorluklar yaşamışlardır. 1982'deki borç krizinde çok sayıda borçlu AGÜ'nün borç yükümlülüklerini yerine getiremediği ortaya çıktı. Bu tür krizler ortaya çıktığında, dikkat doğal olarak uluslararası borç sorununun en iyi nasıl çözüleceğine döner.

Uluslararası borç krizi 20 Ağustos 1982'de başladı.

- Meksika, ödenmesi gereken ve 20 ülkeyi içine alan kredinin geri ödemesini yapamadı. Bu, on yıllık bir uluslararası borç krizinin başlangıcıydı.
- Mart 1981'de Polonya, banka alacaklılarına borç yükümlülüklerini geri ödeyemeyeceğini bildirdi ve kendisiyle birlikte başka birkaç ülkeyi uçurumun içine itti - Romanya, Macaristan ve Yugoslavya da geri ödeme şartlarının yeniden planlanmasını talep etti.
- 1970-80 döneminde ABD'deki parasal daralma, ABD dolarının sürekli olarak değer kazanmasına neden oldu. Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinin çoğu için dolar cinsinden geri ödeme imkânsız hale geldi. Ticari borç krizi 1982'de patlak verdi ve 1989 yılına kadar sürdü.

1970'lerde gelişmekte olan ülkeler hızla büyüyen uluslararası kredi piyasalarında düşük faiz oranlarında özgürce borçlandı. Bankalar, petrol ihraç eden ülkelere gelen büyük mevduatlarla nakit bakımından zenginleşti ve petrol ithalatçısı ülkelere borç verme arttı. Krediler yatırım projelerinde veya mevcut tüketimi arttırmak için kullanıldı. Gelişmekte olan birkaç ülke, borçlarının karşılanmasında büyük zorluklarla sonuçlanacak şekilde ulusal gelirlerinin yüzde 12'sini bu borçlanmayı karşılamak için harcadı.

• Ticari bankalar, gelişmekte olan ülkelere borç vermenin oldukça karlı bir faaliyet olduğuna inanıyordu. Meksika ve Polonya yaklaşmakta olan krizin ilk belirtileriydi. Meksika'dan kısa bir süre sonra Latin Amerika'daki bazı ülkeler - Arjantin, Brezilya, Şili, Ekvador, Peru ve Uruguay borç ödeme sorunlarıyla karşılaştı.

Dünyada 30 farklı olaydan oluşan ve yaklaşık 20 ülkeyi kapsayan Uluslararası Borç Krizi 1981'den 1989'a kadar sürdü. Etkilenen üç büyük Doğu Avrupa ülkesi Polonya, Romanya

ve Macaristan iken, etkilenen en büyük Latin Amerika ülkesi Şili idi. Her biri ciddi borç problemleriyle karşı karşıya kaldı, ancak her birinin kökeninde ve sonuçlarında kendine özgü sorunları vardı. En çok borçlanan ülkelerde uzun vadeli büyüme, yenilik ve daha geniş bir strateji gerektiriyordu. Baker Planı, borçlu ülkelerin büyüme beklentilerini güçlendirmek için formüle edildi ve ardından Brady Plan'ına geçildi (The Economist, 2019).

1982-89 yılları arasındaki Uluslararası Borç Krizi 3 yönlü bir strateji ile ele alındı.

- Ticari Bankaların ortak bir çıkarı vardı, alacaklı ülkelerin ortak bir çıkarı vardı ve koordinasyon çabaları uluslararası bir ajans tarafından (Uluslararası Para Fonu) yönetildi.
- Borç verme güçlüğü devam etmesine rağmen, kriz 1983'te yavaş yavaş azaldı. 1985-87 dönemi, sürdürülebilir bir büyüme dönemi idi ve gelişmekte olan ülkeler, hizmet borçlarının yükünü azaltabildi.
- 1989'a gelindiğinde dış borçlanma yaşayan birçok ülkenin karşı karşıya olduğu dış ekonomik ortamda uluslararası borç krizine son veren belirgin bir iyileşme oldu (Barth vd., 1987).

3.4. Kriz Türleri

Finansal krizler çeşitli şekil ve biçimlerde olabilir ve farklı düzeylerde gerçekleşebilir. Reinhart ve Rogoff (2009) iki tür kriz tanımlamaktadır: kesin nicel tanımlar kullanılarak sınıflandırılmış olanlar ve büyük ölçüde niteliksel ve yargılayıcı analizlere bağlı olanlar. İlk grupta ağırlıklı olarak döviz ve ani durma krizleri bulunurken, ikinci grupta borç ve bankacılık krizleri bulunmaktadır.

Ani bir durma (veya sermaye hesabı veya ödemeler dengesi krizi), uluslararası sermaye girişlerinde büyük (ve genellikle beklenmeyen) bir düşüş veya bir ülkeye yapılan toplam sermaye akışındaki keskin bir geri dönüş olarak tanımlanabilir. Bunlar ölçülebilir değişkenler oldukları için, kantitatif metodolojilerin kullanımına daha uygundur. Diğer krizler, olumsuz borç dinamikleri veya bankacılık sistemi kargaşası ile ilişkilidir. Bir dış borç krizi, bir ülkenin dış borcuna, egemenliğine, özeline veya her ikisine de hizmet edemediği (veya istemeyeceği) durumlarda ortaya çıkar. Bir iç kamu borç krizi, bir ülkenin iç mali yükümlülüklerini gerçek anlamda, açıkça temerrüde düşürerek veya para birimini şişirerek ya da herhangi başka bir şekilde düşürerek, başka finansal baskı biçimleri kullanarak altından kalkamayacağı durumlarda meydana gelir. Sistemik bir bankacılık krizinde, fiili veya potansiyel banka işletmeleri ve başarısızlıklar, bankaları yükümlülüklerinin dönüştürülebilirliğini askıya almaya

teşvik edebilir veya hükümeti, likidite ve sermaye yardımını büyük ölçüde uzatarak müdahalede bulunmaya zorlayabilir. Bu değişkenlerin ölçümü de kolay olmadığından dolayı, krizler nitel metodolojilerin kullanımına daha açıktır. Diğer sınıflandırmalar da mümkündür, ancak kriz türlerinin tanım ve neden olarak hala üst üste binmesi muhtemeldir. Örneğin, bazı bankacılık krizleri, ani durma periyodları ve döviz krizleriyle de ilişkili olabilir.

Finansal krizler çeşitli şekil ve biçimlerde görünse de literatür dört ana türe odaklanmıştır: döviz krizleri, ani stop (veya sermaye hesabı veya ödemeler dengesi) krizleri, borç krizleri ve bankacılık krizleri. Krizler başka şekillerde de sınıflandırılabilir, ancak türler halen sıklıkla üst üste binmektedir. Örneğin, bazı bankacılık krizleri, ani durma olayları ve döviz krizleridir. Dolayısıyla her bir kriz türünün analitik nedenleri ve ampirik belirleyicileri hakkındaki literatürde bazı farklılıklar gözlemlenmektedir. Ayrıca, krizlerin tanımlanmasına ve zaman içindeki sıklıklarına ve farklı ülke gruplarına yönelik çeşitli yaklaşımlar da krizlerin içeriğini ve niteliğini belirlemektedir (Claessens ve Köse, 2013).

Makroekonomik yönetim söz konusu olduğunda, Türkiye en iyi uygulamaları benimsemiştir. Ancak, yakın zamandaki kriz, finansal açıdan açık bir ekonominin birçok korunmasızlık kaynağına sahip olduğunu göstermiştir. Türkiye'deki iktisat politikası iç tehditler için önlemler olsa bile, başka yerlerde finansal istikrarsızlıktan kaynaklanan küresel tehditlerin gazabından kaçamazdı. Yeni mali enstrümanların (yüksek faizli krediler, menkul kıymetleştirmeler, türevler vb.) kullanılmasının neden olduğu büyük bir kredi genişlemesiyle harekete geçen konut piyasasındaki spekülasyon bir balonun çöküşünden sonra Birleşik Devletler'den başlayarak, mali kriz sadece birkaç ay içinde dünyada her tarafa yayılmıştır. Bu küresel kriz nedeniyle, 2009 yılının ilk çeyreğinde, Türkiye ekonomisi, son üç yılda GSYH'nin son otuz yıldaki düşüşünü % -14,3 ile görürken, yaklaşık %16 ile de en yüksek işsizlik oranı seviyesine ulaşmıştır (Uygur, 2010).

İşsizlik oranı 2001 ve 2008 krizlerinde önemli ölçüde farklıdır. 2001 krizinin ardından hızlı büyüme ve ekonomik politikaların iyileşmesine rağmen, 2009'un ilk çeyreğinde işsizlik oranı rekor seviyesi olan %16'ya yaklaşmıştır (Uygur, 2001). Bu nedenle, firmaların tepkisinin bu farklı ekonomik koşullara göre değişmesini beklemeliyiz.

3.5. Yerli ve Küresel Krizler

Önceki çalışmalarda da farklı krizler bağlamında çeşitli çalışmalar yapılmış olup, kriz dönemleri detaylı bir şekilde incelenmiştir. Genel anlamda yabancı sermayeli firmalar, yeni bir pazar arayışında bulunmaları halinde ani bir krize karşı aniden tepki gösterebildiği görülmüştür.

Çünkü olumsuz talep şoku nedeniyle satışlar ve istihdam ciddi bir şekilde olumsuz anlamda etkilenmektedir. Bu durumda, yabancı sermayeli firmalar, yerli firmalar ile aynı şekilde etkilenebilmektedir. Bununla birlikte, piyasa için uzun vadeli olumlu beklentileri varsa, üstün finansal koşullarından dolayı daha uzun ve daha iyi direnebilirler. Ayrıca, bu piyasadaki uzun vadeli beklentileri yerel firmalardan daha iyi değilse, yerel ekonomideki faaliyetlerini de azaltabilirler.

Eğer yabancı sermayeli şirketler, kaynaklara veya verime daha iyi erişim sağlamayı hedefliyorlarsa, bu durum yerel firmalara göre daha fazla ihracata yönelik oldukları anlamına gelirken; satış ve istihdam seviyeleri, yerel firmaların seviyelerinden daha az etkileneceği anlamına gelmektedir. Yurt dışındaki satışları artırmak için girdilerin fiyatlarında yerli bir düşüşün avantajlarını bile kullanabilirler. Kriz (yerel veya küresel) girdi fiyatlarında artışa neden oluyorsa, küresel veya yerel krizlere olan tepkileri, girdilere erişim yeteneklerine bağlı olacaktır. Eğer girdilere yerel rakiplerinden daha iyi şartlarda erişebilirlerse, yerli firmalardan daha iyi tepki verebilirler. Aksi takdirde daha olumsuz tepki verebilirler (Alvarez ve Gorg, 2007, 2009; Gao ve Eshaghoff, 2004).

Ekonomik krizin tüm firmaları benzer şekilde etkilemediğini vurgulamak gerekir. Bir firmanın yabancı müşterileri varsa, bu durumda örneğin bir krizden yararlanabilir. Ancak bu şekilde, firmanın yabancı tedarikçilere sahip olması durumunda, alternatif arz kaynaklarına bakması ve buna ihtiyaç duyması gerekebilir. Benzer şekilde, bir kriz döviz kurlarını etkilediğinden, bir firmanın borcunun doğası önem kazanmaktadır. Benzer bir şekilde, bir firmanın krizden önceki performansı krizden sonra performansını etkilemeyecektir (Kuran, 1988). Bu nedenle, ekonomik krizin makro çevresel fenomenini firma düzeyinde homojen bir şekilde uygulayamayız. Krizleri firma düzeyinde kavramsallaştırmak için, bir firmanın kriz öncesi ve sonrası performanslarını kontrol etmekte fayda vardır. (Greval and Tansuhai, 2001)

Gelişmekte olan ülkelerin yabancı akımların alıcısı olarak payı, özellikle son otuz yılda önem kazanmakta ve Türkiye ekonomisinin büyüklüğü ve potansiyeli nedeniyle gelişmekte olan ülkeler arasında önemli bir oyuncu olmuştur. İkinci faktör Türkiye ekonomisinin sağlığı ve istikrarı ile ilgilidir. Türkiye'ye doğrudan yabancı yatırım girişlerinin, 2001 yılında yaşanan mali krizden sonra alınacak ihtiyati tedbirler sonucunda, yakın gelecekte ortaya çıkmakta olan piyasalardan daha istikrarlı olacağı öngörülmektedir (Gürbüz ve Aybars, 2010).

3.5.1. 2001 Krizi

1994'den beri Meksika, Tayland, Endonezya ve 1997'de Kore, 1998'de Rusya ve Brezilya, 2000'de Arjantin ve Türkiye gibi büyük uluslararası sermaye piyasası ile ilgili krizlerin her biri, bir şekilde sabit veya sabit bir döviz kuru rejimini içeriyordu.

Yumuşak bir pariteden uzaklaşma ihtiyacı, Aralık 1999'da 18 Aralık Ekonomik Bakış Açısı'ndan başlayan Türk istikrar ve reform programına bir çıkış mekanizmasının inşa edilmesinin nedenlerinden birisidir. Bununla birlikte, çözümlenmemiş bankacılık sektörü sorunlarının bir sonucu olarak, cari hesabın genişlemesinden ötürü devreye giren düzeltici mali faaliyetlerin getirdiği başarısızlık ve siyasi sıkıntılar yaşayan Türkiye'de, 2001 yılı Şubat ayında döviz kuru dalgalanmak zorunda kalmıştır. (Fischer, 2001)

Yakın geçmişte Türkiye ekonomisi iki krizden etkilendi. Diğerine göre uluslararası anlamda daha az ilgi çeken ilk kriz 1994 yılının başında gerçekleşti. İkinci kriz, Kasım 2000'in ikinci yarısında patlak veren bir finansal çalkantının hemen öncesinde gerçekleşirken, Uluslararası Para Fonu'na (IMF) yeni bir niyet mektubu sunulmasından kısa bir süre sonra pazardaki baskılar sakinleşmişti. Bununla birlikte, Aralık ayı sonu itibarıyla hem gecelik hem de ikincil piyasa tahvil ortalama faiz oranları, Kasım ayı başındaki seviyelerinin neredeyse dört katına ve önceden ilan edilen yıla göre ise beş katına çıktı. Sürdürülebilir olmayan bu durum, 19 Şubat 2001 tarihinde, başbakanın, önceki yılın sonunda yaşananlar nedeniyle yüksek düzeyde uyarılmış piyasalarda bir krizi tetikleyen ciddi bir siyasi krizin yaşandığını duyurmasıyla sona ermiştir. O gün, gecelik oranlar hiç görülmemiş ve eşi görülmemiş düzeylerde; %6200'e sıçramıştır. Üç gün sonra, döviz kuru sistemi çöktü ve Türkiye o zamandan bu yana dalgalı bir döviz kuru sisteminin uygulamaya koyulacağını açıkladı (Özatyay ve Sak, 2002).

Gayri safi milli hasılanın yaklaşık yüzde otuz oranında, neredeyse yüzde 9'luk bir ortalama ile büyüme oranı artmıştır. Benzer şekilde, ortalama Türk refahı 1923 ve 1950 yılları arasında ikiye katlandı. Dolayısıyla, ekonomik performans tatmin edici oldu. 1950 genel seçimlerini kazandıktan sonra Demokrat Parti iktidara geldi. Ekonomideki büyümeye, tarım ürünlerinin yanı sıra 1950'nin başlarında yapılan ihracattaki artış nedeniyle tanık olmuştu. 1954'teki mahsullerin önemli ölçüde başarısız olması nedeniyle kısa vadeli dış finansmana olan bağımlılığın artmasına neden olurken, Merkez bankasının işletme açığı ve tarım sektörüne finanse edilmesinden kaynaklanan yüksek enflasyonun da etkisiyle, 1958'de çok taraflı anlaşma ile onaylanan IMF programıyla tanışmış olundu. (Sachs ve Collins, 1989).

1961 Anayasası, tüm sektörlerde uygun kontrol ve denge ile ekonomi genelinde planlamanın gerekliliğini vurguladı. Birinci ve ikinci plan öncelikle yurtiçi tasarruf performansına odaklandı. Benzer şekilde, ithalata sınırlama getiren yıllık programlar başlatılmıştır. Ancak, aşırı değerlenmiş sabit döviz kuru, IMF'nin 1970'teki istikrar programını ikna eden dış dengenin yoğunlaşmasını sağlamıştır. Sachs ve Collins (1989), Türkiye ekonomi politikasının bağımsızlıktan 1980'e kadar iç yönelime yöneldiğini belirtti. Hem en iyi hem de en kötü zaman yaşanıyordu. 1977'nin ortalarında yaşanan önemli borç krizinde de benzer şekilde görülmemiş yatırım ve büyüme gerçekleşirken, asıl ilerleme 1983 döneminde hızlandı. Hükümet, özel sektörün genişletilmesi amacıyla reformları getirdiğinde, tasarruf ve yatırımlar, vergi reformlarını getirir, tarifeyi düşürür ve doğrudan yabancı yatırımları teşvik eder (Dufour ve Orhangazi, 2008). Ülke karma ekonomik sistemden piyasa ekonomisine dönüştü. Devlet, merkez bankasına etkisi olan ve kamu sektörünü yöneten olumsuz etkiler yarattı. Kaynaklar, sonuçta ülkedeki finansal krizlerin nedeni olan ve politik olarak biçimlenmiş krediler nedeniyle tükeniyordu.

1980'lerin serbestleşme çabalarını gerekli yasal ve kurumsal reformlarla takip etmediği için, ülke 1990'larda farklı krizlere karşı savunmasız kaldı. Devasa israfların, yaygın idari verimsizliğin ve ekonominin aşırı politikleşmesinin ortaya çıkması, ülkenin 1991, 1994, 1998 ve 1999 yıllarındaki şiddetli deprem nedeniyle ardı ardına değişen büyüklükteki krizlere neden oldu. Ülke bu krizleri olumsuz etkilere karşı biraz daha az olumsuz etkiledi ancak gelecekte bunlardan kaçınmak için hiçbir ihtiyati tedbir almadı. Açıkçası, tüm bu krizler ekonomiyi birçok yönden zayıflatmıştı. Ülkenin kırılabilirliği, sanayileşmiş ülkelerin neredeyse üç katı olan, yüzde 41 olarak tahmin edilen finansal kırılabilirlik olasılığı ile belirtilmiştir (TOBB, 2001). Benzer şekilde, bu süreçte genel yönetişimin ciddi bir şekilde bozulmasından dolayı, hükümet ülkedeki sık bankacılık ve döviz krizlerine neden olan finansal riski kontrol edemedi. Celasun vd. (1999), serbestleşme çabalarının etkilerinin finans sektörü dengesiz bir ortamda işletiliyor. Bu nedenle, 1990'larda yapılan reformlar etkinliğini artıramadığını belirtirken ayrıca, bankacılıktaki zayıflığı öngörmek ve onunla başa çıkmak ve bankacılık sistemindeki zayıflıkları ele almak için yasal ve denetleyici çerçevelerin de istenildiği gibi geliştirilmediğinin altını çizmiştir. Aslında, koşullar bozulmaya devam etti ve ülkenin Kasım 2000'de daha ciddi bir kriz geçirmesine neden oldu.

İstikrarsız ortamın doğal bir sonucu yüksek enflasyondur. IMF'nin desteğiyle, Türkiye Ocak 2000'de sabit döviz kuru rejimi altında bir Enflasyon Programı başlattı. Program bir süre görünüşte iyi çalışsa da Eylül 2000'de bazı tökezlemeler ortaya çıkmaya başladı (Uygur, 2001).

Türkiye, özellikle 1990'lardan bu yana sık sık krizler geçiriyordu. Şubat 2001'deki son kriz belki de aralarındaki en şiddetlisiydi. Ancak, altında yatan nedenleri açıkta bıraktı. İnsanlar hükümete, politikacılara ve ayrıca yetkililere duydukları güveni kaybettiler. Koch ve Chaundhary'e (2001) göre, Şubat 2001 krizi daha fazla aslında bir mali krizdi. Aslında, olumsuz ekonomik ve politik faktörler, yolsuzluk, israf, yönetim ve şeffaflık eksikliği, ekonomiye devlet müdahalesi, zayıf yasal sistem, gereksiz yere aşırı dokunulmazlık ve medya-banka-holding şirket sahipliği vb. ile oluşan Şubat 2001 krizinden sonra, hükümet IMF, Dünya Bankası ve ABD tarafından onaylanan yeni bir ekonomik program başlattı. Aslında, yeni program ekonomik önlemlerden ziyade yapısal ve yasal reformlar gibi görünüyordu.

Gerekli kurumsal ve yasal reformlarıyla birlikte serbestleşme çabaları da gerçekleştirilemedi ve ülke 1990 yılında farklı krizlere daha açık hale geldi (Koch ve Chaudhary, 2001). Politikaların ekonomiye dahil edilmesi, verimsiz yönetim şekli ve büyük israflar 1994 ve 1999 krizlerini ortaya koydu. 1994 krizi, kamu sektörünün borçlanma gereğinin arttığı ve yüksek enflasyona neden olduğu durumu getirdi. Hükümet politikası, döviz kurunu artırmayı ve faiz oranını düşürmeyi amaçladı, ancak kriz büyük dış ticaret açığını getirdi. Dolayısıyla, kriz mekanizması, kamu kesiminde ticaret açığına neden olan yüksek enflasyona neden olan bir eksiklik oldu. Bu nedenle, döviz kıtlığı, üretimi durdurdu. Ülke krizi bir şekilde kontrol altına aldı, ancak ekonomiyi zayıflattı. Genel yönetim ciddi rahatsızlık yarattı ve hükümet finansal riski kontrol edemedi. Yüksek enflasyon aynı zamanda dengesiz ortamın temel nedeniydi. Ekonominin yanlış yönetilmesi, kamu maliyesi ve politik etkinin yanı sıra krize de katkıda bulunmuştur. Böylece, ödemeler dengesi açığı, yüksek enflasyon oranı ve işsizlik oranı kaydedilmiş ve gayri safi milli hasılda bir düşüş gözlenmiştir.

Bu nedenle, dengesiz ekonomideki yüksek enflasyonu kontrol altına almak için Türkiye, 2000 yılında IMF desteği ile bir program başlatmıştır (Yurdakul, 2014). Programın amacı enflasyonu ve borcun GSMH'ye oranını azaltmaktı. Ancak, asıl hedef, kamu maliyesi için uzayan yolu oluşturmaktı. Bu durum enflasyonu azaltmak için işe yaradı, ancak enflasyondaki bu düşüş, programı zayıflatan faiz oranının dalgalanmasına bağlı kaldı. Böyle olunca da bir panik bir durum ortaya çıktığında hükümet üzerinde duruldu ve insanlar Lira'yı yabancı paraya dönüştürmeye başladı. İki hafta sonra, Merkez bankasının dış rezervi 5,5 milyar dolar azalmıştı. Bununla birlikte, Türkiye IMF'ye borç almak için yaklaştı ve bu duruma karşı yerini aldı. Sabitlenmiş döviz kuru programının uygulanması nedeniyle dalgalanmaya rağmen döviz kuru değişmedi. Ancak devletin kabiliyeti ve etkinliği açısından dışa karşı oluşturulan güvene olumsuz etki etti. Program, özellikle ticaret ve iç tüketim modelindeki sonuçlarını bilmeden başlamış oldu ve ülkenin genel ekonomik durumu yüksek açık nedeniyle daha da kötüleşti.

Uygur (2001), ithalatın artması ve ihracatın yavaşlamasıyla borçlanma nedeniyle Türkiye'nin açığını sürekli artırdığını belirtti. Böylece, ülke açığı ve GSMH oranının güvenli sınırın ötesine geçtiği durum ortaya çıktı. Ekonomideki tüm eksiklikler ve kırılganlıklar uyarıldı ve Şubat 2001'de meydana gelen başka bir kriz tetiklendi. Ancak, Şubat 2001 krizinin yoğunluğu ve büyüklüğü görülemedi. Her ne kadar birçok iç ve dış faktör krizin ortaya çıkmasına katkıda bulursa da ve bu sürdürülemez bir borç olsa da ekonomideki boşa

Dufour ve Orhangazi (2007), sermayenin krizin ardından fayda sağladığını, emeğin dezavantajlı olduğunu savunurken, ekonomideki toplam varlıkları ve bunlardan elde ettiği gelirleri artırarak krizden uluslararası sermayenin fayda sağladığını, büyük yerli finansal kapitalistlerin de krizi takiben karlarını artırdığını bulurken; sanayi sermayesinin, reel ücretlerin azaltılması ve emek hareketinin gücünün azalmasıyla fayda sağladığını belirtmişlerdir. Üçüncüsü, krizin ardından ekonomiye getirilen yapısal değişiklikler, durumu “telafi etmek” amacıyla, özellikle vergilendirmedeki kayda değer bir artış da dahil olmak üzere, özelleştirme ve kamu maliyesindeki değerleri artırarak, genel olarak sermaye çıkarlarını arttırmıştır. Ayrıca, merkez bankası bağımsızlığı, emek esnekliği, tarımın serbestleşmesi vb. gibi neoliberalizm ile ilgili politikalar ekonomik açıdan genişletilmiş ve derinleştirilmiştir.

Türkiye ekonomisinin makroekonomik istikrarsızlıklarla başa çıkmakta zorlandıkları görülürken 2001'deki yerel krizde, küçük bir politik kriz, döviz kuru bazlı bir istikrar programının sürdürülebilirliğini sorguladı ve fonların devasa bir şekilde çekilmesine yol açtı (Atıcı ve Gürsoy, 2012). Sonrasında Türkiye 2001 krizinden çıktığı gibi bu geleneksel kırılganlık kaynaklarını da düzeltmeyi başardı. Türkiye'nin 2000-2001 krizleri ile bankacılık ve finans sisteminin yeniden canlanma sürecini başlattı ve uzun vadeli mali konsolidasyonun bir şekilde ilk adımlarını atmış oldu. (Rodrik, 2009).

Türkiye farklı ekonomik krizlerden geçti ve bir şekilde buna dayanabildi. Ancak şiddeti ve yoğunluğuyla Şubat 2001 krizi gibi bir kriz de yaşamamıştı. Her ne kadar krizin oluşumunda içsel ve dışsal faktörler etkili olsa da esas nedenler sürdürülemez borçlar, bankacılık sektöründeki kırılganlık, ekonomide israf ve yolsuzluk önemli faktörler olmuştur. Böylece, ülke açığı ve GSMH oranının güvenli sınırın ötesine geçtiği durum ortaya çıktı. Benzer şekilde, kısa vadeli borcun dış rezervlere doğru artması ve kısa vadeli borcun ihracata doğru artması aynı anda gerçekleşmiştir. Ekonomideki tüm eksiklikler ve kırılganlıklar uyarıldı ve Şubat 2001'de meydana gelen başka bir kriz için olduğunu işaret ediyordu.

Para birimi, çöküşten ve faiz oranlarındaki artıştan sonra değer kaybetti ve Nisan ayında dibe vurdu. Krizden sonra oluşan aşırı enflasyonu önlemek ve finansal istikrarı sağlamak için iki temel sorun vardı. Uzun vadeli yapısal reformların getirilmesi ve sürdürülebilir büyümenin

sağlanması amacıyla “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” programı başlatılmıştır. Benzer şekilde, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması programı Mayıs 2001’de, bankacılık sektörünün geçiş sürecini hızlandırma üzere ilan edilmiştir. Türkiye, cari işlemlerdeki kalıcı açıklarla karşı karşıya kalırken, orta vadede belirgin bir risk oluşturmaktadır. Cari işlemler açığındaki en büyük artış, yakıt ve enerji ithalatına olan bağımlılıktan kaynaklanmaktadır. Finansal gelişme bankacılık uygulamalarında rekabet ve riskleri artıran birçok değişiklik getirmiştir. Hükümetin ithal edilen enerjiyi azaltması ve kendi kaynaklarını kullanması gerekiyordu. Benzer şekilde, en son denetim ilkelerini uygulayarak ve istikrar piyasası için dengesizliği azaltarak kurumsal yönetişimi sağlayan etkili bir bağımsız denetim sistemine de ihtiyaç duyulmaktaydı. Merkez bankasına yapılan özerk gücün yanı sıra, gerekli düzenleyici ve denetleyici kurumlar da oluşturulmuştur. Bu kurumlar ekonomiyi politikadan koruyor ve devletin etkin yapısını devam ettiriyordu.

Ayrıca, Türkiye'nin Brezilya, Polonya, Meksika ve Güney Kore gibi diğer gelişmekte olan ekonomilere göre nispeten daha ciddi gerilemesi, hala sistemik darboğaza uğradığını göstermektedir. Yapısal reformların ustalık gerektiren döngüsü, ihtiyatlı makroekonomik politikalar ve verimlilik odaklı büyüme 2007-09 seçimlerinde baskı altında kaldı. 2009’daki mali gevşeme öncelikle yerel seçimler etrafında yoğunlaşmıştı, ancak daha sonra kriz önleyici çözümler sunmaya odaklanmıştı. Merkezi hükümetin faiz dışı harcamaları 2004’te GSYH’ninyaklaşık %15’ine, 2008’de GSYH’nin%18,5’ine yükselmiştir ve büyük olasılıkla yüksek cari transferler ve yarı-bütçesel kayıplar nedeniyle 2009’da GSYH’nin%20’sini aşacaktır. Devlet tarafından işletilen sosyal güvenlik sisteminin finansman açığı bugün GSYH’nin yaklaşık %3’üne yükseldi (Macovei, 2009).

3.5.2. 2008 Finansal Krizi

2007 yılının ortalarında dünya ekonomisinde beliren ve 2008 sonbaharında hızlanan ve küresel ölçekte finansal algılarının değişmesi, bazı piyasa başarısızlıklarının ve tetikleyicilerin nadir rastlantıları olmadan mümkün olmayabilirdi belki ancak bu gelişmeler küresel ekonomideki temel dengesizlikleri ve diğer sofistike finansal piyasaların işleyişindeki aksaklıklarla etkisini iyice hissettirmeye başlamıştı.

Küresel ekonomik kriz henüz dibe vurmamıştı, ancak büyük sanayi ekonomileri derin bir durgunluk içinde iken gelişmekte olan ülkelerde büyüme dramatik bir şekilde yavaşlıyordu.

Küresel finansal kriz, uluslararası topluluğun küreselleşen ekonomiye, özellikle uluslararası finansal ilişkiler ve makroekonomik politikalar açısından güvenilir küresel kurallar

sağlamadaki başarısızlığı karşısında ortaya çıkmıştır. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki konut fiyat balonundan başlayarak süregelen spekülâtif baloncuklar, dünya çapında hükümetler tarafından geniş çapta onaylanan küresel ölçekte finansal piyasaların yeniden düzenlenmesinin aktif bir politikasıyla mümkün oldu. Riskin yayılarak keskinleşmesini, yatırımcıların açıklıklarını çift haneli kârlarla karşılayacak gibi görünen konut ipoteği destekli menkul kıymetler gibi araçlar aracılığıyla “menkul kıymetleştirmenin” kullanılmasıyla devam etmiştir. Bu noktada sadece açgözlülük ve profesyonellik devreye girerken, uygun düzenleme ile dahi çift haneli ve tamamen finansal araçların getirileriyle oluşan bu kârlarla ilgili beklentileri karşılamak mümkün olmayacaktı (UNCTAD, 2009).

UNCTAD'ın bu raporunda yer alan 2008 kriz döneminin satırbaşları ardından kriz döneminin oluşumu ve gelişimi bir dizi ekonomik ve finansal değişkenin yanında temelde bazı öngörülebilir hataların sonucunda meydana geldiğini detaylı incelemekte fayda vardır. Bu şekilde bu spesifik kriz döneminin ülkemizdeki firmaların üzerindeki etkisini de böylelikle kestirebilme şansını elde edileceği düşünülmektedir.

2007 yılının ortasından 2009 yılının ilk çeyreğine kadar finansal piyasalar bir dizi şokla sarsıldı. Bunlardan ilki, 2007 yazında likiditenin kurumuş olduğu ve yüksek riskli konut kredisi krizinin başladığı şok oldu. Ardından, Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın çöküşünü takiben, finansal piyasalar, S&P 500 Endeksi ve MSCI (Morgan Stanley Capital International) Endeksi gibi ana endekslerin 2007'deki değerlerinin yarısından daha fazlasını kaybetmesine neden olan bir yıkıma evirildi. 2009 yılının ilk çeyreğinin sonunda, çoğu yatırımcı ciddi zarar görmüştü ve varlık yönetimi firmaları artık hayatta kalma çabasına geçmiş durumdaydı Fabozzi vd. (2010).

Son kriz deneyimini anlamamanın en basit yolu, para politikasının çıktıları ve fiyatları etkileyen kanalları tartışmak için geliştirilen çerçevenin değiştirilmiş bir versiyonunu kullandığını belirten Cecchetti vd. (2009), finansal koşullardaki değişikliklerin (para politikası durumunda faiz oranları, daha geniş bir oran kümesi, krize yayılan ve varlık fiyatları) gerçek faaliyeti ve enflasyonu hem doğrudan hem de dolaylı olarak etkileyeceğini vurgulamıştır.

Daha yüksek fon maliyetleri eşik getiri oranını artırarak yatırımı düşürür. Ve daha yüksek piyasa oranları, mevcut borç için servis maliyetlerini arttırlarsa, yeni yatırım için de fonları tüketebilir. Bu, bazı ülkelerde oldukça büyük bir oranda gerçekleşen muhtemel bir sonuçtur.

Kurumsal borçlanma, kısa vadeli krediler veya değişken faizli sabit vadeli krediler şeklindedir. Ayrıca, bazı ülkelerde kısa vadeli faiz oranlarındaki artışlar, gerekli ipotek ödemelerinde yapılan ayarlamalarla hane halklarını doğrudan etkilemektedir. Bütün bunlar,

daha sıkı finansal koşulların hem kurumsal kazancı hem de hane halkının harcanabilir gelirini azaltacağını düşündürmektedir.

Kriz, borçlanmanın maliyetini arttırmakla kalmadı, aynı zamanda hem geleneksel borç verme kanalıyla hem de menkul kıymetleştirme yoluyla kredi mevcudiyetini azalttı. Banka kredisi para politikası iletim kanalının normal zamanlarda varlığına ilişkin kanıtlar karışık olmakla birlikte, finansal sistemdeki aksaklıkların doğrudan kredi arzını azalttığı yaygın olarak kabul edilmektedir. Mevcut kriz sırasında, örneğin, bankalar bazı ülkelerde, borç verme standartlarını sert bir şekilde sıkılaştırdı. Kredi talebi de düşerken, bu kesinlikle gözlemediğimiz banka dışı özel sektöre verilen borç verme miktarına katkıda bulunmuştur. Bunun ötesinde, birtakım banka dışı borç verenler krizin kurbanları olarak ortadan kaybolmuştur. Ve menkul kıymetleştirmenin çökmesi, kredi arzını daha da azaltmıştır.

Hem fonlama maliyetlerindeki artmaya hem de kredi arzındaki düşüşe katkıda bulunmak, yatırımcıların 2008 yılına kadar riskten kaçınma duruşunda keskin bir yükselişe sebebiyet vermiştir. Fiyatların çok yüksek olup olmadığı veya fon arzında gerçek bir düşüş olup olmadığı tartışmalıdır. Bilanço açmak, hisse senedi ve emlak fiyatlarındaki düşüşler (aynı zamanda kullanılmış makineler gibi diğer varlıklar için de fiyatlar), şirket net değeri üzerinde doğrudan bir etkiye sahipti ve kredi temininde bulunabilecek teminat firmalarının miktarını azalttı (The Economist, 2019).

3.5.2.1. Finansal Krizin Nedenleri

Finansal kriz, temel olarak finansal sektördeki serbestleştirmeden kaynaklandı. Bu, bankaların türevlerle olası riskleri ve zararları en aza indirmek için yapılan yatırım serbest yatırım fonu alım satımına izin verdi. Bankalar daha sonra bu türevlerin kârlı satışını desteklemek için daha fazla ipotek talep etti. Sadece yüksek faizli borç alanlara uygun hale gelen krediler için faiz yarattılar. 2004 yılında, FED, bu yeni ipoteklere olan faiz oranları düzeldikçe, federal fon oranını yükseltti. Arzın talebi aşması üzerine konut fiyatları düşmeye başladı. Bu, ödemeleri karşılayamayan ancak evlerini satamayan ev sahiplerini hapsetti. Türevlerin değerleri parçalandığında, bankalar birbirlerine borç vermeyi kestiler. Bu, Büyük Durgunluğa yol açan finansal krizi yarattı.

3.5.2.1.1. Serbestleşme

1999 yılında Finansal Hizmetler Modernizasyon Yasası olarak da bilinen Gram-Leach-Bliley Yasası, 1933 tarihli Cam Steagall Yasasını yürürlükten kaldırmıştır. Banka lobicileri, yabancı firmalarla rekabet edebilmek için bu değişikliğe ihtiyaçları olduğunu ifade etmişlerdir. Müşterilerini korumak için sadece düşük riskli menkul kıymetlere yatırım yapma sözü verdiler.

3.5.2.1.2. Menkul Kıymetleştirme

Alacakların menkul değer şekline dönüştürülmesi anlamına gelen Menkul kıymetleştirme nasıl ilk olarak, koruma amaçlı fon ve diğerleri ipoteğe dayalı menkul kıymetler, teminatlı borç yükümlülükleri ve diğer türevler satarak işlemeye başladı. İpoteğe dayalı bir teminat, fiyatı teminat için kullanılan ipoteklerin değerine dayanan bir finansal üründür. Bir bankadan ipotek aldığınızda, ikincil piyasadaki bir riskten korunma fonuna satar. Riskten korunma fonu ipoteğinizi birçok benzer ipoteğe bağlar. Paketi çeşitli faktörlere dayanarak değerinin ne olduğunu bulmak için bilgisayar modellerini kullanırlar. Bunlar, aylık ödemeleri, borçlu olunan toplam tutarı, geri ödeme olasılığınızı ve gelecekteki ev fiyatlarını içerir. Riskten korunma fonu ipotek destekli güvenliği yatırımcılara satmaktadır. Banka ipoteğinizi sattığından, aldığı parayla yeni krediler alabilir. Ödemelerinizi yine de tahsil edebilir, ancak bunları yatırımcılarına gönderen riskten korunma fonuna gönderir. Tabii ki, herkes yol boyunca bir kesim yapar, bu yüzden bu kadar popüler olmasının bir nedeni olarak belirtilir. Banka ve riskten korunma fonu için temelde risksizdi. Yatırımcılar temerrüt riskinin tamamını üstlendiler, ancak sigortacı oldukları için kredi temerrüt takası adı verilen risk konusunda endişelenmediler. Bunlar, American International Group gibi katı sigorta şirketleri tarafından satıldı. Bu sigorta sayesinde yatırımcılar türevleri kapattı. Zamanla, emeklilik fonları, büyük bankalar, koruma fonları ve hatta bireysel yatırımcılar dahil olmak üzere herkes onlara sahipti. En büyük sahiplerden bazıları Bear Stearns, Citibank ve Lehman Brothers'tı.

Hem gayrimenkul hem de sigorta birleşimi ile desteklenen bir türev çok kârlıydı. Bu türevlere olan talep arttıkça, bankaların menkul kıymetleri desteklemek için gittikçe artan ipotek talebi de artmıştır. Bu talebi karşılamak için, bankalar ve ipotek aracıları hemen hemen herkese ev kredisi sundu. Bankalar yüksek faizli ipotek teklifinde bulundular, çünkü kredilerin kendisinden ziyade türevlerden çok para kazandılar.

3.5.2.1.3. Yüksek Faizli Konut Kredilerinin Büyümesi

1989'da Finansal Kurumlar Reformu, Geri Kazanımı ve İcra Yasası, Topluluk Yeniden Yatırım Yasası'nın uygulanmasını arttırdı. Bu Kanun, fakir mahallelerin bankasının “yeniden çizilmesini” engellemeye çalıştı. Bu uygulama 1970'lerde gettoların büyümesine katkıda bulunmuştur. Düzenleyiciler, şimdi halka açık olarak bankaları ne kadar iyi “güvenli olmaya başladı” olarak derecelendirdiler.

3.5.2.1.4. Fed Yüksek Faizli Borç Oranlarını Artırdı

2001 ekonomik durgunluğuyla sertleşen bankalar yeni türev ürünleri memnuniyetle karşıladı. Aralık 2001'de Federal Rezerv Başkanı Alan Greenspan, federal fon oranını yüzde 1,75'e düşürdü. Fed, Kasım 2002'de tekrar yüzde 1,24'e düşürdü. Bu da ayarlanabilir faizli ipotek faiz oranlarını düşürdü. Ödemeler daha ucuz çünkü faiz oranları federal fonların oranına dayanan kısa vadeli Hazine bonusu getirilerine dayanıyordu. Ancak, bu kredi faiz oranlarına dayanan bankaların gelirlerini düşürdü. Geleneksel ipotekleri karşılayamayan birçok ev sahibi bu faizsiz krediler için onaylanmasından memnundu. Sonuç olarak, yüksek faizli ipotek yüzdesi 2001 ve 2006 yılları arasında tüm ipoteklerin yüzde 10'dan yüzde 20'sine iki katına çıktı. 2007 yılında, 1,3 trilyon dolarlık bir sektöre dönüşmüştür. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin yaratılması ve ikincil piyasa 2001 durgunluğuna son verdi. Konut kredisine dayalı menkul kıymetlerin yaratılması ve ikincil piyasa 2001 durgunluğuna son verdi. Aynı zamanda, 2005 yılında gayrimenkulde bir varlık balonu yarattı. İpoteklere olan talep, konut sahiplerinin buluşmaya çalıştığı konut talebini artırıyor. Bu kadar ucuz kredilerle birçok insan, fiyatları artmaya devam ettikçe satması için yatırım olarak evler satın aldı. Ayarlanabilir faizli kredi kullananların çoğu, oranların üç ila beş yıl içinde sıfırlanacağını farkında değildi. 2004 yılında Fed oranları artırmaya başladı. Yıl sonuna kadar, federal fon oranı %2,25 oldu. 2005 sonu itibariyle, %4,25 oldu. Haziran 2006 itibariyle, oran %5,25 oldu. Ev sahipleri, karşılayamadıkları ödemelerle vuruldu. Bu oranlar geçmiş beslenen fon oranlarından çok daha hızlı yükseldi. Konut fiyatları Ekim 2005'te zirveye ulaştıktan sonra düşmeye başladı. Temmuz 2007'ye kadar %4'e kadar düştü. Bu, ipotek sahiplerinin artık ödeme yapamadıkları evleri satmasını engellemek için yeterliydi. FED'in oran artışı bu yeni ev sahipleri için daha kötü bir zamanda olamazdı. Konut piyasası balonu patladı ve 2007'de oluşan bu bankacılık krizi 2008'de Wall Street'e kadar yayıldı.

Uluslararası sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu dönemler, yalnızca 1990'larda olduğu gibi değil, tarihi olarak uluslararası bankacılık krizlerini tekrar tekrar üretti. 1970 sonrası dönemde, Kaminsky ve Reinhart (1999) krizlerin finansal serbestleşme ile bağlantısı konusunda resmi kanıtlar sunmuşlardır. Çalıştığı 26 bankacılık krizinin 18'inde, finansal sektör son beş yıl içinde, genellikle daha az serbestleştirildi. 1980'lerde ve 1990'larda çoğu liberalleşme dönemleri değişen şiddette finansal krizlerle ilişkiliydi.

3.5.2.2. 2008 Krizi Ne Kadar Kötüydü?

- ABD işsizlik oranı Ekim 2009'da %10'a yükseldi; Afrika kökenli Amerikalılar (kabaca yüzde 15) ve Hispanikler için bu oranlar çok daha yüksekti (kabaca %12).
- İşsizlerin yaklaşık yarısı 27 hafta veya daha uzun süre işsiz kaldı.
- İnşaat ve imalat sanayii, Aralık 2007-Haziran 2009 arasında istihdamda çift haneli kayıplar yaşadı.
- Krizin Aralık 2009'da başlaması ile Haziran 2009'un sonuna kadar, reel GSYH kabaca yüzde 4,3 düştü.
- 2009 yılının ilk çeyreğinde - durgunluğun en düşük noktası - 230.000'den fazla ABD işletme kapandı.
- 2007'den 2012'ye kadar ülke genelinde 450'den fazla banka başarısız oldu.
- 2006-2014 yılları arasında ABD'de 16 milyondan fazla ev kapatıldı, 2009 ve 2010'da krizin zirvesinde her yıl yaklaşık 3 milyon haciz kaldı (Coghlan vd. 2018; U.S. Bureau of Labor Statistics, 2012; Carlyle, E., 2015; Rich, R., 2013; U.S. Bureau of Labor Statistics, 2012; Federal Deposit Insurance Corporation, 2016; Center on Budget and Policy Priorities, 2018).

3.5.2.3. Türkiye 2008 Krizinden Nasıl Etkilendi?

Türkiye para birimi ve finansal piyasalar, Temmuz 2007'de patlak veren küresel piyasalardaki kargaşanın ve ardından ortaya çıkan piyasa yatırımları için risk iştahındaki düşüşün belirgin baskısına maruz kaldı. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Endeksi, bu durumdan dolayı oluşan yansımalar başladığında Temmuz 2007'den Mart 2009'a kadar değerinin %55'ini kaybetti. Mart ve Haziran 2009 arasında, borsa bir miktar toparlanmış ancak Temmuz 2007'deki değerin %30 altında kalmıştır. Lira kredi krizi sırasında daha değişken bir hal aldı, ancak Lehman Brothers'ın çöküşünden sonra Ekim-Kasım 2008 tarihine kadar şiddetle

değer kaybetmedi. Ekim 2008'den Mart 2009'a kadar; Lira, Euro karşısında değerinin %25'ini kaybetti; ancak o zamandan bu yana %10'unu geri kazandı. Ekim 2008'deki likidite krizinden bu yana iç piyasadaki faiz oranları önemli ölçüde azalmıştır. Kargaşanın ortasında 250 baz puan civarında bir artışın ardından, ortalama bankalar arası faiz oranı, Haziran'a kadar 1.000 baz puanlık düşüş kaydederek Türkiye'de ve dünyadaki parasal koşulları biraz olsun rahatlatmış oldu. Benzer şekilde, yurt içi gösterge tahvilleri verimi Ekim 2008'de kaydedilen zirveden sonra Haziran 2009'da yaklaşık 1.200 baz puan değişim ile %13'un altına geriledi. 2009 baharından itibaren yükselen piyasalara ilişkin küresel risk algılarındaki toparlanmanın Türkiye'nin döviz kurunu iç piyasa faiz oranlarını ve risk primini olumlu yönde etkilediği görülmektedir. Türk lirasının performansı, borsa ve risk primleri de Brezilya, Meksika, Güney Kore, Polonya ve Macaristan gibi gelişmekte olan diğer ülkelerle karşılaştırmalı olarak karşılaştırıldığında, Türkiye'nin döviz kuru, Eylül 2008-Mart 2009 döneminde Macaristan, Polonya, Güney Kore ve Brezilya'dan daha az değişkendi (Macovei, 2009).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

YÖNTEM VE BULGULAR

4.1. Araştırma Modeli

Bu tezin öncelikli amacı yabancı sahipliğin olduğu Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların özellikle kriz dönemlerinde verdikleri tepkileri araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda, bu tezde İstanbul Sanayi Odası (ISO) verilerinden elde edilen İmalat Sanayi sektöründeki “En Büyük 500” firmanın, 2001 ve 2008 kriz dönemlerindeki yabancı sermaye, istihdam, ihracat ve satış sonrası büyüme performansları Alvarez ve Gorg’un 2007 yılında yapmış olduğu ve Şili’nin iktisadi yavaşlaması üzerinde uyguladıkları ekonometrik altyapı kullanılarak incelenmiştir. Özellikle 2001 ve 2008 krizlerinin etkisini etkilerini gözlemleyebilmek için zaman aralığı 1995-2017 yılları arasını kapsamaktadır. Dengeli panel oluşturulmuş bu bağlamda eksik gözlemlerin olması sebebiyle ulaşılan şirket sayısı 68 olmuştur. Tahminler E-views-8’de elde edilmiştir.

Hipotezlerimiz aşağıda belirtilmiş olup sonuçlar ve değerlendirmeler ilerleyen bölümlerde detaylı bir şekilde anlatılacaktır

H01: Firma büyümeleri 2001 krizinden olumsuz etkilenmiştir.

H02: Firma büyümeleri 2008 krizinden olumsuz etkilenmiştir.

H03: Firma büyümeleri hem 2001 hem de 2008 krizlerinden olumsuz etkilenmiştir.

H04: Çok uluslu firmalar ile yerel firmaların krize tepkileri farklıdır.

4.2. Evren ve Örneklem

Çalışmanın veri seti olarak ISO 500’de listelenen şirketlerin seçilmesinin sebebi, bu şirketlerin daha kurumsal olması ve dolayısıyla hedef maliyetlendirme gibi kapsamlı ve karmaşık tekniklerin uygulanması için gerekli olan güçlü kurumsal disipline sahip olmaları, daha güvenilir olmaları ve tutarlı bilgi elde edilebilir durumda olmalarıdır. Çalışmanın evrenini, İstanbul Sanayi Odası (ISO) tarafından her yıl açıklanan “En İyi 500 Türk Sanayi Şirketi” listesinde yer alan kamu ve özel sektör imalat şirketleri oluşturmaktadır. Finansal veri seti Türkiye’de yerleşik hem yerli hem de yabancı firmalardan oluşmaktadır. 1995-2017 örneklem dönemi, toplam 68 gözlem içermektedir.

4.3. Büyük Firmalar Neden İmalat Sanayiinden Seçildi?

Üretim/imalat, geleneksel olarak gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümesinde kilit bir rol oynamıştır. Son yıllarda, üretimin öneminin son 20-25 yılda azaldığı ve gelişmekte olan ülkelerde erken sanayileşme ya da sanayileşme dışı kalma ile sonuçlandığını belirten Haraguchi (2016), gelişmekte olan ülkelerdeki düşük sanayileşme düzeylerinin, imalat geliştirme özelliklerinde veya imalat sektörünün genel küresel beklentilerindeki uzun vadeli değişikliklere bağlı olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmanın bulguları hem gelişmekte olan birçok ülkede hem imalat katma değerinde hem de imalat istihdam paylarındaki düşüşün, imalat sektörünün gelişme potansiyelindeki değişikliklerden kaynaklanmadığını göstermektedir. Esas neden ise, az sayıda ülkede hızlı imalat geliştirme zemini olmasının ve çok sayıda gelişmekte olan ülkede imalat sektöründeki eksikliklerinin gelişmekte olan bu ülkelerdeki imalat faaliyetlerinin yoğunlaşmasına neden olmasıdır.

Dünyadaki firmalar genellikle ekonomik krizlerle karşı karşıya gelebiliyor ve bu krizleri bir şekilde yöneterek hayatta kalmayı başarabiliyorlar. Asya, Doğu Avrupa ve Güney Amerika'daki son vakalar bu noktaya birer örnek teşkil ediyor. Ekonomik zayıf noktalar küresel ekonomiye entegre edildiğinden, firmaların bu tür krizler aracılığıyla kendi yollarını yönetmelerine yardımcı olabilecek kurumsal yeteneklerin anlaşılmasının geliştirilmesi çok önemli bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda büyük firmaların genel anlamda daha kurumsal bir yapıya sahip olması bizi biraz da bu nedenle büyük ölçekli firmalar üzerinde çalışmaya itmiştir. Daha kurumsal firmaların verilerinin netliği ve sonuçların daha doğru oluşu bu tez çalışması için avantaj oluşturmuştur. Dolayısıyla, büyük şirketlerin seçilmesinin sebebi, bu şirketlerin daha kurumsal olması ve dolayısıyla hedef maliyetlendirme gibi kapsamlı ve karmaşık tekniklerin uygulanması için gerekli olan güçlü kurumsal disipline sahip olmaları, daha güvenilir olmaları ve tutarlı bilgi elde edilebilir durumda olmalarıdır. Örneğin yabancı yatırımcıların Japon elektronik firmalarının performansını üzerindeki etkisini analiz eden Nakano ve Nguyen, (2013) bu sektöre ait listelenen pek çok firmanın, oldukça büyük firmalardan olması ve güçlü bir büyüme potansiyeline sahip olmasının, yabancı yatırımcılar tarafından oldukça çekici özellikler olduğunu belirtmektedir. Çalışmalarında, firmalar arasında ve zaman içinde önemli bir dağılım gösteren yüksek yabancı mülkiyetinin, firma performansı üzerinde tahmin edilebilir bir etki tespit etmek için ideal bir ortam sunduğunu belirtmişlerdir.

Yüzeysel olarak, büyük bir firmanın istihdamda ve kişisel gelirden önemli kazançlar sağlayarak yerel ekonomik büyümeyi teşvik edebileceğini düşünebiliriz. Doğrudan firma tarafından yaratılan işler ve gelirler olarak bilinen etki, doğrudan etki olarak adlandırılmaktadır.

Ancak gerçekte, bölgedeki diğer firmalar üzerindeki etkiler (dolaylı etkiler) net bir şekilde ekonomik etkide en büyük ağırlığı taşımaktadır. Deneyimler, tipik olarak ortaya çıkan bu tür büyük dolaylı etkilerin, teşviklerin ve rekabetin maliyeti nedeniyle, büyük şirketleri çekmeyi amaçlayan ekonomik kalkınma stratejilerinin başarılı olma ihtimalinin veya sadece büyük bir maliyette başarılı olma ihtimalinin düşük olduğunu ortaya koymaktadır (Edminston, 2007).

Çok uluslu şirketler, gelişmekte olan ülkelere yatırımı yönlendirmede en önemli aktörlerden biri haline gelmiştir. Bu firmalar, büyük ölçüde büyük firma olmalarından dolayı, dış pazarlarda bir varlık oluşturmak için gelişmekte olan ülkelere olan ve en büyük sınır ötesi finansal akış türü olan doğrudan yabancı yatırımları kullanmaktadır. Çok uluslu şirketler, kararlarını, piyasadaki büyüklük, işgücü becerileri, makroekonomik ve kurumsal istikrar, fiziksel altyapı ve çıkarılabilir doğal kaynak sanayileri gibi geniş bir yelpazedeki faktörlere yatırım yapmaya dayandırmaktadır. Çokuluslu şirketler ve ürettikleri DYY, aşağıda sıralanan ancak bu maddelerle sınırlı olmayan diğer çeşitli nedenlerle Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri'yle (SDG) özellikle ilgilidir (Gestrin, 2019):

- Yeni teknolojilerin iletimi için bir kanal olarak kullanımları;
- Yeni uluslararası pazarlara erişim için bir kanal olarak kullanımları;
- Piyasa başarısızlıklarının üstesinden gelme ve yerel yatırımcıların ve diğer yatırımcıların veya finansman kaynaklarının erişemediği boşlukları doldurma yetenekleri;
- Modern üretim tekniklerini benimseme ve üretkenlik artışını hızlandırma eğilimleri;
- Daha yüksek ücret ödeme kabiliyetleri;
- Büyük ölçekli altyapı projelerini finanse etme ve yönetme kapasiteleri; ve
- Ekonomide yerli işletmeleri destekleyen iş bağlantıları kurma eğilimleri.

4.4. Uygulama

Çok boyutlu bir veri tipi olan panel veri seti, yatay seri ile zaman serisinin birleşiminden oluşmaktadır. Panel veri, araştırmacıya hem zaman hem de kesit boyutunda daha fazla bilgi sunmaktadır. Panel veri gözlemlerin tam olması durumunda, bir diğer ifade ile herbir birim tüm zamanlarda gözlenmişse dengeli panel adını alırken, gözlemlerde eksiklik olması durumunda ise dengesiz panel adını almaktadır (Gujarati (2003); Greene (2012); Tatoğlu (2018)). Çalışmaların büyük bir kısmı dengeli panel üzerinedir ancak son zamanlarda dengesiz panel üzerine yapılan çalışmalar da mevcuttur (Browne vd (2000); Leitão (2010); Hassana vd.(2011); Rao ve Hassan (2011)). Denklem (1)'de klasik panel modeli yer almaktadır:

$$Y_{it} = \alpha_{1it} + \alpha_{2it}X_{2it} + \dots + \alpha_{kit}X_{kit} + u_{it} \quad (1)$$

$i=1, 2, \dots, N$ ve $t=1, 2, \dots, T$ 'dir.

(1) nolu modelde yer alan Y_{it} , bağımlı değişkeni, X_{it} , bağımsız değişkenleri, u_{it} , hata terimini, N birim sayısını ve T ise zamanı göstermektedir. Burada hata terimi sıfır ortalama ve sabit varyansa sabittir (Bkz. Model (2)).

$$E(u_{it}) \sim N(0, \sigma^2) \quad (2)$$

Panel verinin yatay kesit verilerine göre daha yüksek serbestlik derecesine sahip olması ve daha fazla örneklem değişkenliği içermesi, tahminlerin etkinliğini artırır. Böylelikle tahmin edilen parametreler gerçek değerine daha yakın olur (Hsiao, 2007: 3). Ayrıca panel veri ile örneklem hacmi artmakta, yatay kesit ile zaman boyutlarına ait heterojenlik yakalanmakta, değişen varyans ve/veya otokorelasyon varlığı test edilebilmekte, değişim dinamikleri ve karmaşık davranış modelleri incelenebilmektedir (Gil-Garcia ve Puro-Cid, 2014: 206). Ancak verilerin hepsine ulaşmanın maliyetli olması ve öncesi-sonrası tipi çalışmalarda aynı birime ulaşma problemi panel veri çalışmalarının zorlukları arasında yer almaktadır. Gujarati (2016: 405-406), Baltagi'nin panel veri kullanma avantajlarını şu şekilde sıralamıştır:

1. Panel veri ile bireyler, firmalar, ülkeler gibi birimler zaman içinde ele alındığından dolayı, genelde gözlemlenemeyen heterojenlik beklenir. Birimlerle ilgili değişkenler tanımlanarak bu heterojenlik ele alınır.
2. Yatay kesit verilerini belirli bir zaman aralığı içinde ele alan panel veri ile veri sayısı, değişkenlik, bu değişkenler arasında daha az doğrusal bağlantı, daha fazla serbestlik derecesi ve daha çok etkinlik elde edilmiş olur.
3. İşsizlik dönemleri, işsizlik süresi, iş gücü hareketliliği gibi tekrarlı kesit verilerini panel veri ile incelemek daha uygundur.
4. Yatay kesit ve zaman serilerinde gözlemlenemeyen etkiler panel veri çalışmaları ile görülebilir.
5. Panel veri çalışmaları ile ölçek ekonomileri ve teknolojik değişim gibi kavramlar daha iyi araştırılabilir.

4.4.1. Birim Kök Testleri

Bir serinin stokastik sürecinin zamana göre farklılaşıp farklılaşmadığını kontrol etmek üzere birtakım testler uygulanır. Söz konusu stokastik süreç zamana göre değişiyorsa seri

durağan değildir, yani serinin geçmiş ve gelecek yapısı basit bir modelle gösterilemez. Seri durağan halde ise, birbirini takip eden iki değer arasındaki fark zamandan değil, zaman aralığından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla durağan serinin ortalaması zamana bağlı olarak değişmez. Gerçek hayatta ise serilerin birçoğu durağan olmayan süreci izler, bir diğer ifade ile serinin ortalaması zamana bağlı olarak değişir (Kutlar, 2012: 417). Çalışmalarda durağan olmayan seriler kullanıldığında spurious regresyon olarak bilinen sahte regresyon ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda istatistikler gerçeği ifade etmeyebilir. Dolayısıyla serilerin durağan olarak kabul edilebilmesi için aşağıdaki şartları sağlamalıdır:

- Sabit ortalama ($E(Y_t) = \mu$),
- Sabit varyans ($Var(Y_t) = \sigma^2$) ve
- Sabit kovaryans ($Cov(Y_t, Y_{t+k}) = \gamma_k$; (tüm t 'leri için $k \neq 0$))

Panel birim kök testleri yatay kesit bağımlılığının varlığına göre ikiye ayrılır: birinci ve ikinci nesil testler.

Panel Birim Kök Testleri

Birinci Nesil

(Yatay Kesit Bağımlılığı yoktur)

- Levin, Lin ve Chu (2002)
- Im, Pesaran ve Shin (2003)
- Maddala ve Wu (1999)
- Choi (2001)
- Hadri (2000)
- vd.

İkinci Nesil

(Yatay Kesit Bağımlılığı vardır)

- Pesaran (2003)
- Moon ve Perron (2004)
- Bai ve Ng (2002, 2004)
- Choi (2002)
- Chang (2002, 2004)
- vd.

Şekil 1. Panel Birim Kök Testleri

Kaynak: Barbieri, 2006: 3.

Birinci nesil testlerden Levin, Lin ve Chu (LLC), Im, Pesaran ve Shin (IPS) ile Maddala ve Wu testlerinin temel kısıtı paneldeki bireysel zaman serilerinin yatay kesitlerinin bağımsız dağılıma sahip olması, yani korelasyon olmamasıdır. Ancak iktisadi değişkenlerin büyük bir kısmının birlikte hareket etme özelliğine sahip oldukları bilinmektedir. Bu sorunun üstesinden gelmek amacıyla ikinci nesil testler geliştirilmiştir. İkinci nesil testlerde iki temel yaklaşım kullanılmıştır, bunlar: (i) kalıntı kovaryans matrisinde neredeyse hiç kısıt koymadığı Chang (2002, 2004) çalışması (ii) Bai ve Ng (2004), Phillips ve Sul (2003), Moon ve Perron (2004), Choi (2002) ve Pesaran'ın (2003) da katkılarıyla geliştirilen faktör yapısı yaklaşımlarıdır (Barbieri, 2006: 4).

Yapılan testler sonrasında serinin birim kökü yoksa seri durağan seri adını alır ve I(0) olarak gösterilir. Birim kök çıkması durumunda serinin logaritması veya farkı alınır. Alınan herbir farkta seriye birim kök testi uygulanır ve buna göre adlandırma yapılarak analize devam edilir. Örneğin birinci farkta seride birim kök gözlenmezse seri birinci mertebeden durağan yani I(1), ikinci farkta birim kök gözlenmezse, seri ikinci mertebeden durağan yani I(2) olarak gösterilir.

Bu çalışmada sadece uygulamada kullanılan testler üzerinde durulacaktır.

4.4.1.1. Levin, Lin ve Chu (2002) – LLC Testi

LLC testi, birim sayısı (N) 10 ile 250 arasında ve zaman boyutu (T) 5 ile 250 arasında olduğu durumlarda iyi performans gösterir. LLC (2002) çalışmalarında bireysel deterministik etkileri (sabit ve / veya doğrusal zaman eğilimi) ve birinci derece otoregressif parametrelerin homojen olduğu varsayımı altında hata terimlerinin heterojen seri yapısına izin vererek Quah'ın modelini genelleştirmişlerdir. Burada N ve T'nin sonsuza gittiği ancak T'nin daha hızlı bir şekilde arttığı varsayılır ($N/T \rightarrow 0$). Makro panel çalışmalarında uygun bir test olan LLC testinin küçük örneklerde gücünün az olması ve temel hipotezin, 'tüm kesitlerde birim kök vardır' savı LLC'nin kısıtlandığı noktalardır (Nell ve Zimmermann, 2011: 2-3; Barbieri, 2006: 6). Kurulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 = Seride genel bir birim kök vardır ($H_0: \rho_i = \rho = 1$)

H_1 = Seride genel bir birim kök yoktur ($H_1: \rho_i = \rho < 1$)

Hipotezlerin test edilmesi için LLC'de üç farklı model oluşturulur:

$$\text{Model 1 (sabit yok)} \quad : \quad \Delta Y_{it} = \rho Y_{it-1} + u_{it} \quad (3)$$

$$\text{Model 2 (sabit var)} \quad : \quad \Delta Y_{it} = \alpha_{0i} + \rho Y_{it-1} + u_{it} \quad (4)$$

$$\text{Model 3 (sabit ve trend var)} \quad : \quad \Delta Y_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i}t + \rho Y_{it-1} + u_{it} \quad (5)$$

Bu modelleri basitleştirmek adına Model 2 referans alınarak (6) nolu denklem geliştirilir (Tatoğlu, 2012: 200).

$$\Delta y_{it} = \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{l=1}^{p_i} \phi_{i,l} \Delta y_{i,t-1} + \alpha_{mi} d_{mt} + u_{it} \quad (6)$$

Panel birim kök testlerinde genelde kullanılan denklem (6) da d_{mt} herbir birim için kullanılan kukla değişken, α_{mi} ise bu kukla değişkenlerin parametrelerini gösterir. $\rho_i = 1$ bağımlı değişken y 'nin, i 'nci kesitte birim kökü olduğunu gösterir. $\rho_i < 1$ ise deterministik kısımda durağan olduğunu gösterir. u_i birimler boyunca korelasyonsuz olup ARMA süreci izlerler ($u_{it} = \sum_{j=1}^{\infty} \theta_{ij} v_{it-j} + \varepsilon_{it}$) (Tatoğlu, 2012: 200). LLC testinin uygulanabilmesi için üç aşamalı bir prosedür önerirler, bunlar (Tatoğlu, 2012: 201; Baltagi, 2005: 240):

Aşama 1: Her bir kesit için Augmented Dickey Fuller regresyonları uygulanır.

Aşama 2: Uzun dönem standart sapmaların, kısa dönem standart sapma değerlerine oranı bulunur. Böylelikle yatay kesitlerin herbiri için standart sapma elde edilir ($\widehat{s}_i = \frac{\widehat{\sigma}_{Y_i}}{\widehat{\sigma}_{\varepsilon_i}}$). Bu standartsapmalardan da ortalama standart sapma hesaplanır ($\widehat{S}_N = \frac{1}{4} \sum_{i=1}^N \widehat{s}_i$).

Aşama 3: Panel test istatistiği hesaplanır.

$$t_{\rho}^* = \frac{t_{\rho=0} - (N\bar{T}) \widehat{S}_N \widehat{\sigma}_{\varepsilon}^{-2} se(\hat{\alpha}) \mu_{m\bar{T}}^*}{\sigma_{m\bar{T}}^*} \quad (7)$$

Burada $\mu_{m\bar{T}}^*$ ve $\sigma_{m\bar{T}}^*$ Monte Carlo simülasyonundan elde edilen ve Levin ve Lin'in (1992) çalışmasında tablolanan uyarlanmış ortalama ve standart sapma parametreleridir (Barbieri, 2006: 7).

LLC test kararı: Tablo değeri ile LLC tablo değeri ile karşılaştırılır. Temel hipotez red edilirse seri durağandır yani birim kök içermemektedir. Reddedilmezse seride birim kök vardır.

4.4.1.2. Fisher Panel Birim Kök Testleri (Fisher ADF ve Fisher Philips Perron (PP))

Dengeli panel ile çalışma zorunluluğu olmayan Fisher tipi testte her bir yatay kesit için birim kök test istatistikleri birleştirilir (Güven ve Mert, 2016: 140). Choi (2001), LLC ve Im Pesaran ve Shin testlerinin bazı bakımlardan esnek olmadıklarını, bunun da test uygulamalarında kısıtlayıcı olduğunu ifade etmiştir. Esnek olmadığı noktalar: (i) sonsuz sayıda grup gerektirmeleri; (ii) tüm grupların aynı tipte stokastik olmayan bileşene sahip olduğu varsayımı;

(iii) T'nin tüm kesit birimleri için aynı olduğu ve dengesiz paneller durumunda daha fazla simülasyon yapılması gerektiği; (iv) Levin ve Lin'de kritik değerlerin ADF regresyonlarında gecikme uzunluğu seçimine duyarlı olması; (v) Önceki testlerde grupların hiçbirinin alternatif hipotezin altında bir birim kökü olmadığını varsaymakta ve bazı grupların bir birim kökü olmasına ama diğerlerinin olmamasına izin vermemektedirler. Choi bu kısıtların üstesinden gelmek için panel verilerinde her gruba uygulanan birim kök testinden p-değerlerinin kombinasyonuna dayanan çok basit bir test önerir (Barbieri, 2016: 11).

Model şu şekilde kurulur (Tatoğlu, 2012: 214):

$$Y_{it} = d_{it} + X_{it} \quad (8)$$

i: 1, 2, ..., N ve t= 1, 2, ..., T

Temel hipotez birim kökün olduğunu dolayısıyla durağan olmadığını varsayarken, alternarif hipotez ise bazı zaman serilerinin durağan olduğunu belirtir. Hipotezler aşağıdaki gibidir:

$$H_0: \rho_i = 0$$

$$H_1: |\rho_i| < 1$$

Kullanılan test istatistikleri aşağıdaki gibidir (Tatoğlu, 2012: 215):

$$\text{Fisher ADF test istatistiği} : \quad \lambda = -2 \sum_{i=1}^N \ln(p_i) \rightarrow \chi_{2N}^2 \quad (9)$$

$$\text{Fisher PP test istatistiği} : \quad Z = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N (-2 \ln(p_i) - 2) \rightarrow N(0,1) \quad (10)$$

4.4.2. Panel Veri Analizi Modelleri

Panel veri modellerinde oluşturulan bazı varsayımlar sabit terim, eğim ve hata terimine göre farklılaşmaktadır. Bu varsayımlara göre beş farklı model oluşturulur, bu modeller (Öksüzkaya, 2013: 14; Özer ve Biçerli, 2003: 71):

- (i) Sabit terim ve eğim katsayıları hem zaman hem de birimlere göre sabit olduğu ama hata teriminin zaman ve mekandaki değişimleri temsil ettiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T \quad (11)$$

- (ii) Eğim katsayıları zaman ve birimlere göre sabit; sabit terimin ise birimlere göre değiştiği ancak zamana göre sabit kaldığı modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T \quad (12)$$

- (iii) Eğim katsayıları zaman ve birimlere göre sabit; sabit terimin ise hem birimlere hem de zamana göre değiştiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T \quad (13)$$

- (iv) Sabit terimin ve eğim katsayılarının birimlere göre değiştiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_{ki} X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T \quad (14)$$

- (v) Sabit terimin ve eğim katsayılarının hem zamana hem de birimlere göre değiştiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T \quad (15)$$

Judge vd.¹ (1985) ile Gujarati'nin (2003)² de ifade ettiği gibi, bu modellerden ii-iv nolu olanların katsayıları sabit veya tesadüfi olmasına göre de sınıflandırılmaktadır (Özer ve Biçerli, 2003: 71). Panel verilerde genellikle havuzlanmış en küçük kareler (POLS-Pooled Ordinary Least Squares), sabit etkili model (FE-Fixed Effects) ve tesadüfi etkili model (RE-Random Effects) kullanılmaktadır. Üç model de yatay kesit bağımlılığı, otokorelasyon ve değişen varyans problemlerinin olmadığı varsayımına dayanmaktadır (Ün, 2015: 72). POLS, her bir bölümü farklı şekilde ele almadığı için, tüm veri bölümlerinin homojen olduğunu varsayar; diğer bir ifade ile tüm bölümleri tek bir veri bölümü olarak görür. İncelenen veride bireylerin kendine has özellikleri olmadığı gibi zaman içinde genel bir etkileri de yoktur (Adesete, 2017: 2). Bu ifadelerin yanı sıra bireyler arasında ayırım yapmayan POLS modeli verilerin kesit ve zaman serisi özelliklerini de ihmal etmez.

Tahmin edilen parametre sayısı bakımından RE, FE'ye göre daha avantajlıdır. Klasik en küçük kareler, RE ve FE karşılaştırması Tablo 1'de yer almaktadır. Yatay kesit değişkenlerinin sabit etkilerden ve rassal etkilerden bağımsız olduğu biliniyorsa havuzlanmış en küçük kareler regresyonunu kullanılması araştırmacıya daha doğru sonuçlar verir (Korkmaz, Yıldız ve Gökbulut, 2010: 100).

Panel model (16) aşağıdaki gibi oluşturulur:

$$y_{nt} = b_{0nt} + \sum_{k=1}^K b_{knt} x_{knt} + w_{nt} \quad (16)$$

$$n= 1, \dots, N \text{ ve } t= 1, \dots, T$$

¹ Judge, George G.; Griffiths, William E.; Hill, R.Carter; Lütkepohl, Helmut; Lee, Tsoung (2003) The Theory and Practice of Econometrics, Wiley, Second Ed., ABD.

² Gujarati, Damodar (2003), Basic Econometrics, McGraw Hill, fourth Ed., ABD.

Burada y_{nt} bağımlı değişkeni, x_{knt} bağımsız değişkenleri, b_{0nt} sabit terimi ve w_{nt} ise hata terimini versin. b_{0nt} ve b_{knt} katsayıları hem zamanda hem de birimler arasında değişkenlik gösterir. Katsayı adedi ($NT(K+1)$), toplam gözlem sayısından (NT) fazla olduğu zaman modeli geleneksel yöntemlerle tahmin etmek zorlaşır. Bu durumda iki farklı kanonik model kullanılır: sabit etkiler modeli ve tesadüfi (rassal) etkiler modeli (Jaba, Robu ve Balan, 2017: 7).

4.4.2.1. Sabit Etkiler Modeli

Kovaryans modelleri olarak da bilinen “sabit etkiler modelleri”nde (FE) sabit terim birimler arasında farklılık gösterir ancak zaman içinde değişmediği (zamanla değişmediği) varsayılır. Yatay kesitte gözlemlenemeyen etkiler varsa FE kullanılır (Uğurlu, 2019: 2). Dolayısıyla FE’de eğim katsayılarının sabit olduğu varsayılırken, sabit terim yatay kesit birimleri arasında değişmektedir. Bu yaklaşımda sabit terimin birimler arasında farklılık göstermesi bireyselliği hesaba kattığı anlamına gelirken, eğim katsayılarının birimler (örneğin firmalar) arasında sabit olduğu anlamına gelir. Birimlerin “özelliklerinin” her biri için kukla³ değişkenler belirlenir (Gil-Garcia ve Puroc-Cid, 2013: 207).

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}x_{1it} + \dots + \beta_{mi}x_{mit} + e_{it} \quad (17)$$

Burada $e_{it} \sim ND(0, \sigma_e^2)$ ’dir. (17) nolu modelde α_i birimler boyunca değişen ama zaman boyunca değişmeyen ve birimlere ait ortalamayı ($\alpha_i = \alpha + \gamma_i$) da temsil eden bir sabit katsayıdır. Genel ortalama α ’dan sapmaların (γ) toplamı sıfırdır ($\sum_{i=1}^N \gamma_i = 0$). Parametre tahmincisi ise aşağıdaki gibidir (Barutçu, 2010: 48).

$$\hat{\beta}_{FE} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (x_{it} - \bar{x}_i)(y_{it} - \bar{y}_i)}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T (x_{it} - \bar{x}_i)^2} \quad (18)$$

³ Kukla eklendikten sonra model aşağıdaki gibi olur (Gil-Garcia ve Puroc-Cid, 2013: 207):

$$y_{it} = \alpha + \alpha_1 D_{1i} + \dots + \alpha_n D_{ni} + \beta_{1i} x_{1it} + \beta_m x_{mit} + Y_1(D_{1i} x_{1it}) + \dots + Y_w(D_{ni} x_{mit}) + \mu_{it}$$

burada $t=1\dots t$

$i=1\dots i$

$n=1\dots$ kukla değişken sayısı

$m=1\dots$ bağımsız değişken sayısı

$w=1\dots$ etkileşim sayısı

Bu etkileşimlerden (D_{1i} ve x_{1it} arasında) herhangi biri istatistiksel olarak anlamlıysa, gruplar arasında anlamlı bir fark olduğu anlamına gelir.

4.4.2.2. Rassal (Tesadüfi) Etkiler Modeli

Zaman boyutunda ölçülemeyen etkiler olduğunda RE kullanılır. RE ile FE ile arasındaki temel fark kukla değişkenin kullanımınıdır. FE’de kukla değişken sabit terimin bir parçasıdır, RE’de ise kukla değişken hata teriminin bir ögesidir (Uğurlu, 2019: 3). FE modelinde birçok parametrenin olması serbestlik derecesini azaltabilir. Büyük bir ana kütlede elde edilen birimlerle çalışılıyorsa (hane halkı çalışmaları gibi) bu durumda RE modeli ile çalışmak daha uygundur (Baltagi, 14). RE modelinde birimler arasındaki varyasyon rassaldır ve modeldeki bağımsız değişkenlerle korelasyonu yoktur. RE modelinde ihmal edilen değişkenlerin bağımsız değişkenlerle korelasyonu yok iken FE modelinde ihmal edilen değişkenler ile modeldeki bağımsız değişkenler arasında korelasyon vardır. RE modeli, parametrelerin değişkenliğini izin verir. Bu sebeple de bireyler arasında heterojenlik vardır (Çakmak, 2014: 17-18).

Tablo 1. OLS, Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Farkları

| Yaklaşım Tip | Panel Veri Modeli | Sabit Terim, α | Eğim Katsayısı, β | Hata Terimi μ | Varsayımlar |
|--------------|---|---|--|--|---|
| OLS | Regresyon belirli değil | Sabit _{it} | Sabit _{it} | $E(\mu_{it}) \sim N(0, \sigma^2)$ | Tüm katsayılar zaman ve bireyleri göz ardı ederek süreklidir. |
| FE | Havuzlanmış regresyon | Sabit _{it} | Sabit _{it} | $E(\mu_{it}) \sim N(0, \sigma^2)$ | Sabit ve eğim katsayılarının zaman ve mekânda sabit olduğu varsayılır. Hata terimi, zaman ve bireyler arasındaki farkları yakalar. |
| | Kukla Değişkenli En Küçük Kareler Regresyonu (LSVD) veya Kovaryans Modeli | Değişken _t Değişken _i Değişken Değişken _t Değişken | Sabit _{it} Sabit _{it} Sabit _{it} Değişken _t Değişken | $E(\mu_{it}) \sim N(0, \sigma^2)$ | Eğim katsayıları sabittir ancak sabit terim birimler arasında farklılık gösterir. Eğim katsayıları sabittir, ancak sabit terim zamanla değişmektedir. Eğim katsayıları sabittir fakat sabit terim hem birimler arasında hem de zaman içinde değişiklik gösterir. Tüm katsayılar (hem eğim katsayıları hem de sabit terim) birimlere göre değişir. Sabit terim ve eğim katsayıları birimlere ve zaman göre değişkenlik gösterir. |
| RE | Genelleştirilmiş Küçük Kareler (GLS) | Değişken | Değişken | $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$ $\mu_i \sim N(0, \sigma_\mu^2)$ | Sabit terim, olaylar ve zaman içindeki büyük ortalamadır. Hata terimleri arasında ve içinde korelasyon ile oto-korelasyon yoktur. |

Kaynak: Gil-Garcia ve Puroc-Cid, 2013: 206; Gujarati, 2003: 640'daki varsayımlardan oluşturmuşlardır.

Not: LSVD modeli $\rightarrow Y_{it} = \alpha + \alpha_1 D_{1it} + \dots + \alpha_n D_{nit} + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_m X_{mit} + \mu_{it}$; t: 1...t; i: 1...i; n: kukla değişken sayısı; m: bağımsız değişken sayısı

FE modeli $\rightarrow Y_{it} = \alpha_{1i} + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \mu_{it}$; t: 1...t; i: 1...i

RE modeli $\rightarrow Y_{it} = \alpha_1 + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \omega_{it}$; t: 1...t; i: 1...i

RE veya hata bileşenleri modeli (ECM: Error Correction Model), kesme noktasının ortalaması α_1 olup hata teriminin (ε_i) ise ortalaması sıfır ve varyansı σ_ε^2 'dir ($\alpha_{1i} = \alpha_1 + \varepsilon_i ; i = 1 \dots i$). Bu tanımlamanın arkasındaki varsayıma göre tüm olaylar büyük bir ana kütlede çekilmişlerdir ve kesme noktası (α_1) için ortak büyük bir ortalama değere sahiptirler. Bireysel farklılıklar hata terimini (ε_i) etkiler. Elde edilen yeni model aşağıda yer almaktadır (19) (Gil-Garcia ve Puroc-Cid, 2013: 208):

$$\begin{aligned}
 y_{it} &= \alpha_1 + \beta_{1i}x_{1it} + \dots + \beta_{ni}x_{nit} + \varepsilon_i + \mu_{it} & (19) \\
 &= \alpha_1 + \beta_{1i}x_{1it} + \dots + \beta_{ni}x_{nit} + \omega_{it} \\
 \omega_{it} &= \varepsilon_i + \mu_{it}
 \end{aligned}$$

Burada ω_{it} kompozit hata terimidir. İki kısımdan oluşmaktadır; ε_i bireye özgü yatay kesit hatasını verir, μ_{it} ise zaman serileri ile yatay kesit hatasının birleşimini gösterir. temel varsayımlar şu şekildedir:

$$\begin{aligned}
 \varepsilon_i &\sim N(0, \sigma_\varepsilon^2) & (20) \\
 \mu_{it} &\sim N(0, \sigma_\mu^2)
 \end{aligned}$$

$$E(\varepsilon_i \mu_{it}) = 0 \qquad E(\varepsilon_i \varepsilon_j) = 0 \qquad (i \neq j)$$

$$E(\mu_{it} \mu_{is}) = E(\mu_{it} \mu_{jt}) = E(\mu_{it} \mu_{js}) = 0 \qquad (i \neq j; t \neq s)$$

Eğer $E(\varepsilon_i) = 0$ ise bu durumda varyans $var(\omega_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2$ 'dir.

RE ve FE üzerine bazı kurallar (Gujarati, 2016: 418-419):

1. $T > N$ ise FE ve RE ile yapılan tahminlerde ufak farklar oluşur. Genelde FE lehine sonuçlanır.
2. N 'nin büyük T 'nin küçük olduğu kısa panelde tahminler önemli ölçüde farklılaşabilir. Örnekleme ait yatay kesit birimleri büyük bir ana kütlede elde edilmediğine inanılıyorsa FE uygundur.

3. $N > T$ ise ve RE'nin varsayımları sağlandıysa RE tahmincileri FE'ye göre daha etkindir.
4. FE zamanda sabit olan tüm değişkenleri tahmin eder ancak RE sadece modelde belirgin bir şekilde ifade edilen zamanda sabit değişkenleri tahmin edebilir.

4.4.2.3. Chow Testi

Chow testinde eğimler tüm grup ve zaman boyunca aynı olup olmadığı sorgulanır. Redundant Fixed Effects Testi olarak bilinen Chow testinde hipotezler şu şekilde kurulur:

H_0 : Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli

H_A : Sabit Etkiler Modeli

Test istatistiği (21) aşağıda yer almaktadır:

$$F[(n-1)(k+1), n(T-k-1)] = \frac{(e'e - \sum e'_i e_i) / (n-1)(k+1)}{(\sum e'_i e_i) / n(T-k-1)}$$

Burada $e'e$ havuzlanmış EKK'in hata kareleri toplamıdır.

4.2.2.4. Hausman Testi

RE veya FE modelinin hangisinin seçileceğine Hausman testi ile karar verilir. Hausman testi hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki yoktur ($E(u_{it}|X_{it}) = 0$) savını sorgular. Hipotezler şu şekilde kurulur (Uğurlu, 2019: 4):

$H_0: E(u_{it}|X_{it}) = 0$; Rassal etkiler modeli kullanılır

$H_1: E(u_{it}|X_{it}) \neq 0$; Sabit etkiler modeli kullanılır

Bağımsız değişkenler ile birim etkiler arasındaki korelasyonun olmaması, β tahminlerinin hem FE hem de RE modelleri için benzer olması gerektiği anlamına gelir. Hausman test istatistiği – H - (14) bu iki model arasında karşılaştırma yapar. Ortagonellik varsayımı altında H ki-kare (χ^2) dağılımını izler. Serbestlik derecesi modeldeki değişken sayısıdır. p-değeri < 0.05 ise temel hipotez reddedilir (Clark ve Linzer, 2012 :10).

$$H = (\hat{\beta}_{RE} - \hat{\beta}_{FE})' [Var(\hat{\beta}_{RE}) - Var(\hat{\beta}_{FE})]^{-1} (\hat{\beta}_{RE} - \hat{\beta}_{FE}) \quad (21)$$

4.5. Analiz ve Bulgular

Bu çalışmanın çıkış noktası satış ve istihdamı etkileyen faktörleri tespit etmektir. Bu amaçla İstanbul Sanayi Odası'nın (İSO) her yıl yayınlamış olduğu İSO 500 raporlarından yararlanılmıştır. Özellikle 2001 ve 2008 krizlerinin etkisini kamusal ve diğer yabancı ortaklı şirketlerdeki etkilerini gözlemleyebilmek için zaman aralığı 1995-2017 yılları arasını kapsamaktadır. Dengeli panel ile çalışmak için şirketlerin her yıl verilerinin olmasına dikkat edilmiş, bu kısıt altında ulaşılan şirket sayısı 68 olmuştur. Tahminler E-views-8'de elde edilmiştir.

Analizde Alvarez ve Görg (2007) ile Varum ve Rocha'nın (2011) çalışmaları referans alınmıştır. Bu bağlamda geliştirilen model (22) aşağıda yer almaktadır:

$$\ln Y_{it} - Y_{it-1} = \alpha_i + Z_{it}\beta + \gamma_1 \text{own}_{it} + \gamma_2 d_{it} + \gamma_3 \text{own}_{it} d_{it} + \varepsilon_{it} \quad (22)$$

Modellerinde Y_{it} her bir dönemde i firmasının büyümesini gösterir. Bu çalışmada büyüme için iki farklı proxy (temsili) değişken kullanılmıştır: istihdam ve satış (ciro artışı, turnover growth)⁴. Z firma ile ilgili değişkenleri gösterir (ihracat gibi). Çok uluslu firmalar ile yerel firmaların krize tepkileri farklıdır. Bu sebeple 'Own' isminde bir kukla değişken oluşturularak firmanın yabancı sermayeli mi yoksa domestik bir firma mı olduğu gözlemlenebilecektir. γ_1 katsayısının kriz dönemlerinde negatif değer alması, yabancı sermayeli firmaların krizi ne kadar absorbe ettiğini de gösterecektir. Kriz dönemlerini belirlemek için d_{it} kukla değişkeni kullanılmıştır. Bu değişken ile kriz dönemlerinde firma büyümesinin nasıl olduğu (büyüme mi küçülme mi) olduğu gözlemlenebilecektir, negatif olması beklenir. Modeller tam logaritmiktir.

Analizde kullanılan değişkenler Tablo 2'de yer almaktadır.

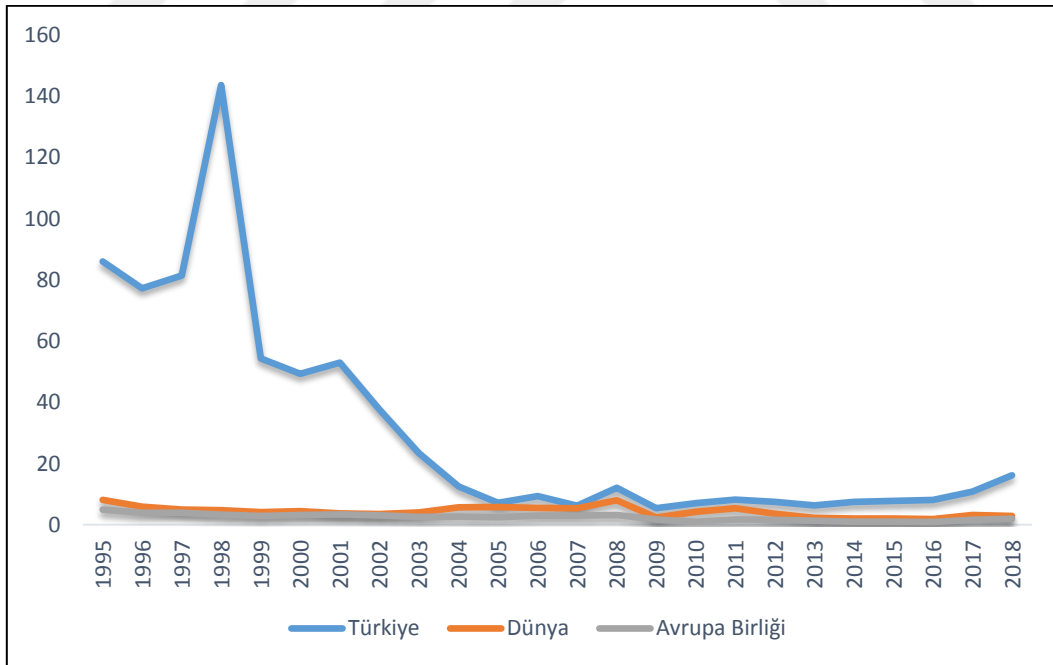
⁴ Literatürde firma büyümesini göstermek için istihdam, kar, satış (turnover) gibi farklı ölçütler kullanılmaktadır (Rocha ve Varum, 2011: 2).

Tablo 2. Değişken Bilgileri

| Değişken adı | Açıklama |
|--------------|---|
| sale | Üretimden Satışlar (KDV'li) (Milyon TL) |
| revenue | Satış Hasılatı (KDV'li) (Milyon TL) |
| balance | Dönem Karı / Zararı (Milyon TL) (V.Ö) |
| export | İhracat (Bin \$) |
| labor | Ücretle Çalışanlar (Adet) Ortalaması |
| d01* | 2001 krizi kukla değişkeni |
| d08* | 2008 krizi kukla değişkeni |
| down | 2001 ve 2008 kriz etkilerini gösteren kukla değişken |
| own | Firmadaki yabancı hisse payı \geq %50 ise 1, değilse 0 değerini alıyor. |

Not: (*) D01 kukla değişkeninde 2001 krizinin etkisi gözlemlenmek istenmiş, 2000-2001 yıllarına 1 diğer yıllara 0 verilmiştir. 2008 krizinin etkilerini görmek için d08 kukla değişkeni oluşturulmuş ve 2008-2009 yıllarına 1 diğer yıllara 0 değeri verilmiştir.

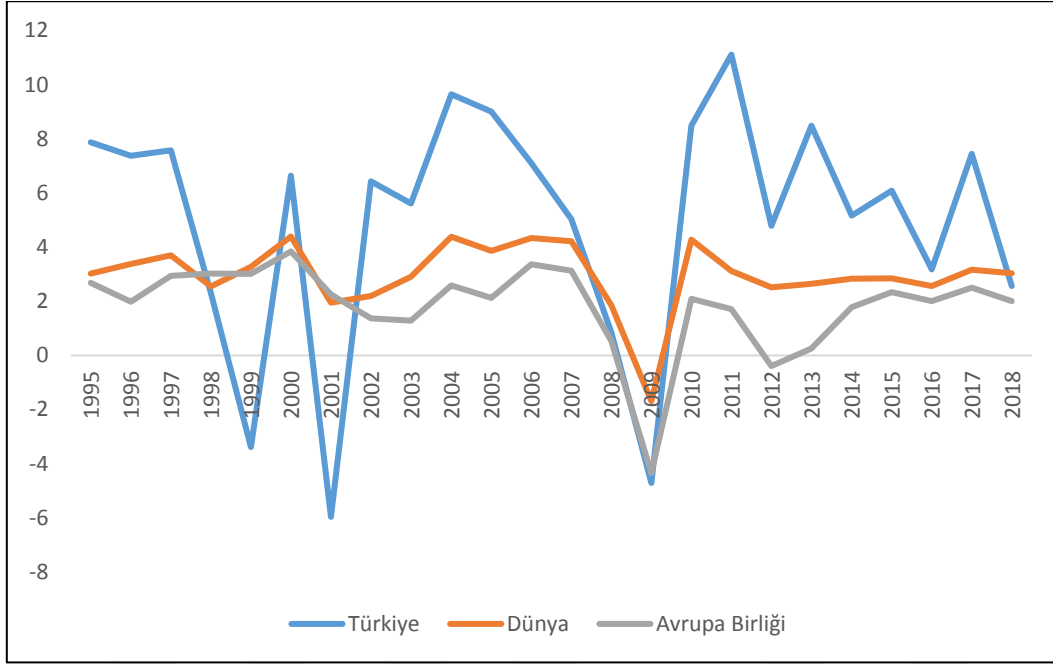
(**) Yabancı hissenin olduğu yıllar 1, diğerleri 0.



Şekil 2. Enflasyon, GSYİH Deflatörü (yıllık %)

Kaynak: Worldbank, 2019

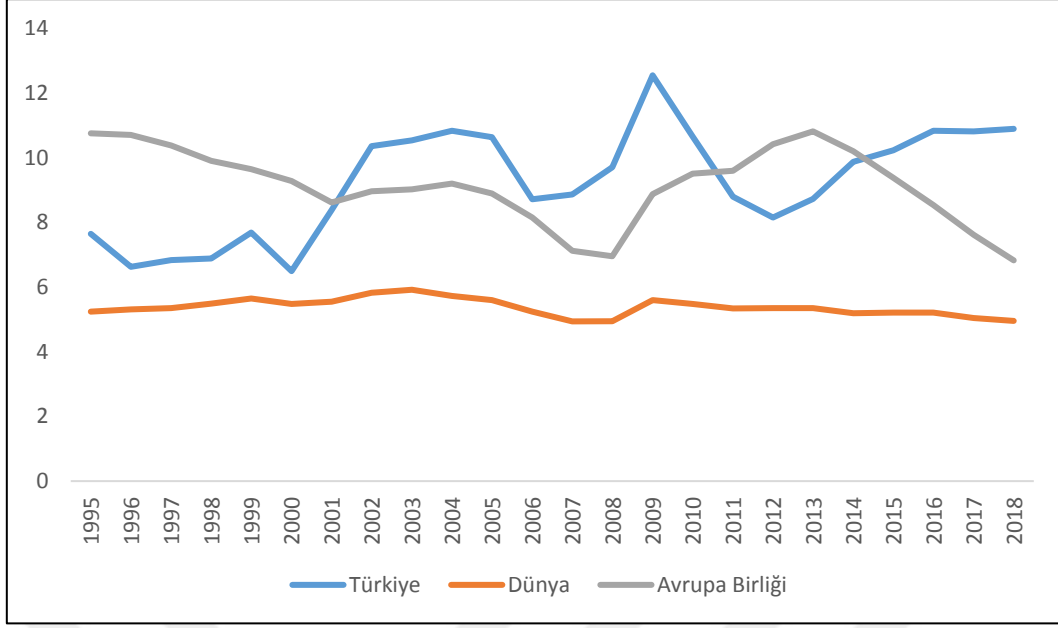
Şekil 2’de Türkiye, dünya ve Avrupa Birliği’ne ait enflasyon grafiği yer almaktadır. GSYİH deflatörü olarak ele alınan enflasyon incelendiğinde Türkiye’nin genelde ortalamamın hep üzerinde bir enflasyona sahip olduğu görülmektedir. Kriz dönemlerinde enflasyon yükselmektedir, nitekim 2008 krizinde üç grupta da enflasyonda yükselmiştir.



Şekil 3. GSYİH Büyümesi (Yıllık, %)

Kaynak: Worldbank, 2019

Şekil 3’de GSYİH büyümesi gösterilmektedir. Türkiye 1998, 2001 ve 2008 krizlerinde büyümesi negatife dönmüştür. 2008 krizinde Türkiye özellikle Avrupa Birliği ile neredeyse paralel bir şekilde düşüş yaşamıştır, bunda AB ile olan siyasi ve ekonomik ilişkilerin yansıması görülmektedir.



Şekil 4. İşsizlik, Toplam (toplam işgücünün %'si) (ILO tahmini)

Kaynak: Worldbank, 2019

Şekil 4'te Türkiye, dünya ve Avrupa Birliği'ne ait işsizlik verisi yer almaktadır. 2002-2011 yılları ve 2015 sonrasında işsizlik oranı Avrupa Birliği'nden yüksek olmuştur.

Makro olarak bakıldığında kriz dönemlerinde Türkiye'de ekonomik iniş ve çıkışlar yaşanmıştır. Kriz dönemlerinde bazı şirketlerin krize/şoka karşı dayanıklılığı daha fazla olabilmektedir. Bu çalışmada firmaların bu dönemlerden nasıl etkilendikleri araştırılacaktır. Özellikle yerli firmalar ile yabancı hisse oranı %50'den fazla olan firmalar arasındaki fark incelenecektir. Öncelikli olarak Türkiye'de kurulan yabancı sermayeli şirketlerin verisine ulaşılmaya çalışılmış ancak Tablo 3'te yer aldığı gibi 2010 sonrası veriler elde edilmiştir. 2018 yılında açılan yabancı sermayeli şirket sayısı 2017 yılında açılan yabancı sermayeli şirket sayısının ortalama 2 katı kadardır. 2019 Ocak-Ekim döneminde açılan şirket sayısı 2018 yılı Ocak-ekim dönemine göre düşük, ancak yabancı sermaye oranı daha yüksektir.

Tablo 3. 2018 Ocak-Aralık Döneminde Kurulan Yabancı Sermayeli Şirketlerin Genel Görünümü

| Yıl | Sayı* | Yabancı Sermaye Oranı (%) |
|--------|--------|---------------------------|
| 2010 | 2,479 | 62.58 |
| 2011 | 3,575 | 74.38 |
| 2012 | 3,703 | 69.70 |
| 2013 | 3,875 | 76.43 |
| 2014 | 4,736 | 53.31 |
| 2015 | 4,729 | 86 |
| 2016 | 4,523 | 89 |
| 2017 | 6,731 | 55 |
| 2018 | 13,405 | 78 |
| 2018** | 11,085 | 77 |
| 2019** | 10,682 | 84 |

Kaynak: Kurulan ve kapanan şirket istatistikleri,
<https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfalar/KurulanKapananSirketistatistikleri.php>

Not: (*) Anonim ve Limited şirketi
(**) 2019 Ocak-Ekim ayları arası

2002 yılında yabancı sermayeli şirketlerin sayısı 5600 iken 2018 sonu bu sayı 65533'e ulaşmıştır. 1954-2011 döneminde ise kurulan uluslararası sermayeli şirket sayısı sadece 29176'dır (Invest, 2019: 1, 19). Son yıllarda yaşanan bu artışta Türkiye'nin genç nüfus yapısı, ekonomisi, sunduğu teşvikler ve stratejik konumu önemli rol oynamaktadır. Coğrafi olarak Türkiye'nin konumu önemlidir. Hem Avrupa hem de orta doğu ülkelerinde ortaya çıkan krizler Türkiye'yi de etkilemektedir. Bu bağlamda firmaların krizi yönetebilmesi önem taşımaktadır. Türkiye'de 2001 ve 2008 yıllarında iki önemli kriz yaşanmıştır. 2008 yılındaki krizi başarı ile atlatabilmesi Türkiye'nin ekonomik yapısının, yasal mevzuatının kuvvetli olmasından da ileri gelmektedir.

4.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Tüm değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 4.'te yer almaktadır.

Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler

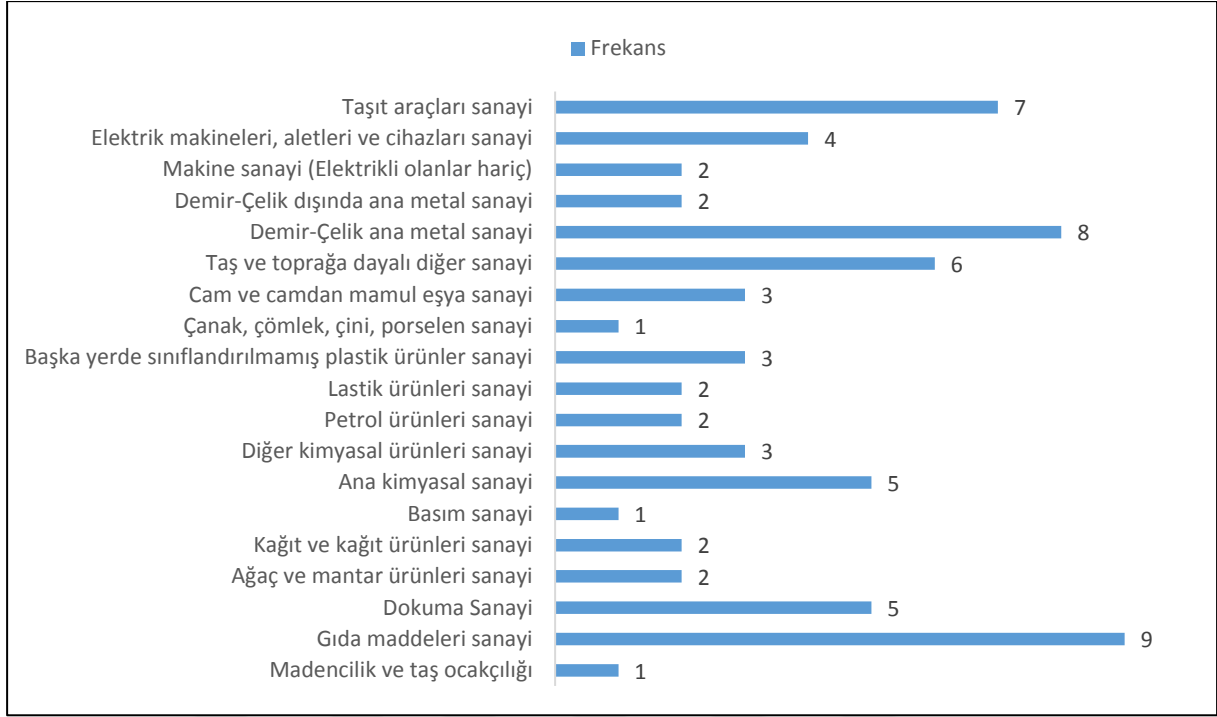
| | LABOR | SALE | EXPORT | REVENUE | BALANCE |
|---------------|--------------|-------------|---------------|----------------|----------------|
| Ortalama | 1781.939 | 1.01E+09 | 193714.0 | 1.15E+09 | 81492616 |
| Medyan | 1002.000 | 3.11E+08 | 51357.50 | 3.33E+08 | 19481855 |
| Maksimum | 18110.00 | 5.11E+10 | 5016126. | 5.41E+10 | 4.18E+09 |
| Minimum | 95.00000 | 1104500. | -1767084. | 1124158. | -3.06E+08 |
| Std. Sapma | 2207.830 | 3.14E+09 | 501874.7 | 3.46E+09 | 2.48E+08 |
| Toplam | 2786952. | 1.58E+12 | 3.03E+08 | 1.79E+12 | 1.27E+11 |
| Gözlem Sayısı | 1564 | 1564 | 1564 | 1564 | 1564 |

1995-2017 yıllarına ait örneklemin hacmi 1564'tür. Değişkenler arasındaki ilişkiyi görmek için korelasyon tablosuna bakılır.

Tablo 5. Korelasyon Tablosu

| | LABOR | SALE | EXPORT | REVENUE | BALANCE |
|---------|--------------|-------------|---------------|----------------|----------------|
| LABOR | 1.000000 | 0.379619 | 0.489887 | 0.408228 | 0.320399 |
| SALE | 0.379619 | 1.000000 | 0.777174 | 0.993142 | 0.574504 |
| EXPORT | 0.489887 | 0.777174 | 1.000000 | 0.777560 | 0.275803 |
| REVENUE | 0.408228 | 0.993142 | 0.777560 | 1.000000 | 0.609183 |
| BALANCE | 0.320399 | 0.574504 | 0.275803 | 0.609183 | 1.000000 |

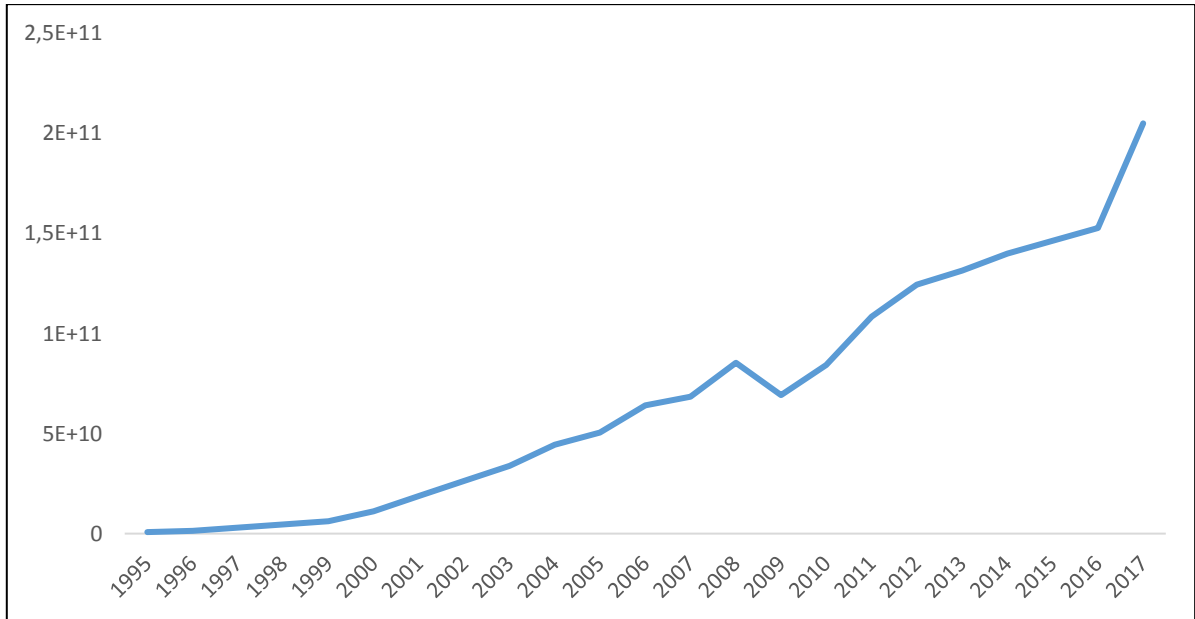
Korelasyon iki değişken arasındaki ilişkinin kuvvetini ve yönünü hakkında bilgi verir. Tüm değişkenlerin ikili ilişkileri pozitifdir. Sale değişkeni ile revenue değişkeni arasında kuvvetli ve pozitif bir ilişki vardır. En düşük değer ise balance ve export değişkenleri arasında olup pozitif ve zayıf bir ilişki söz konusudur.



Şekil 5. ISIC Sınıflandırmasına Göre Firmaların Bulunduğu Sektörler

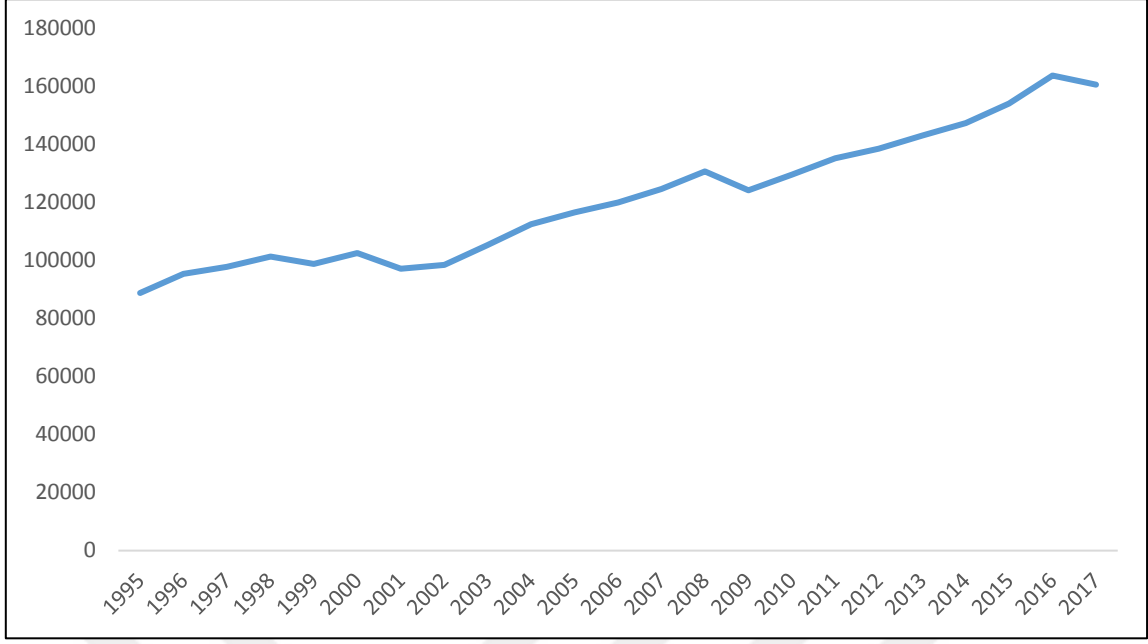
Not: ISIC (Uluslararası Standart Sanayi Sınıflaması)

Şekil 5'te analize alınan şirketlerin buldukları sektör bilgileri yer almaktadır. Altmış sekiz firmanın yaklaşık %13'ü gıda maddeleri sanayisi (N=9); %12'si Demir-Çelik ana metal sanayisinde bulunmaktadır (N=8).



Şekil 6. Sale Değişkeni (1995-2017)

Şekil 6'da sale değişkeninin özellikle 2008 yılından sonra düştüğü görülmektedir.



Şekil 7. Labor Değişkeni (1995-2017)

Şekil 7’de görüldüğü gibi labor (işgücü) değişkeni 2001, 2008 ve 2016 sonrası düşüş göstermiştir. Firmaların kriz dönemlerinde ilk verdikleri tepki çoğu zaman işçi çıkarımına gitmektir. Bu sebeple veriler beklenildiği gibidir.

4.5.2. Birim Kök Analizi

Analiz öncesi tüm değişkenlerin birim kökten arındırılması gerekmektedir. Bu bağlamda birim kökün varlığı farklı yöntemler ile test edilmiştir. Yapılan ilk analizde tüm değişkenlerde birim kök çıkmıştır. Değişkenlerin logaritması alındıktan sonra birim kökün varlığı tekrar sınanmıştır. Tüm değişkenlerde temel hipotez reddedilemediği (bir diğer ifade ile ilgili değişkenlerde birim kök vardır ve durağan değildir) için değişkenlerin birinci farkları alınmıştır. Tablo 6-10’da birim kök test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 6. llabor Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları

| Değişken Adı | Birim Kök Testi | Sabit ve Trend Yok | Sabit | Sabit ve Trend |
|-----------------|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Llabor I(0) | LLC | 6.6699 (1.0000) | 0.0443 (0.5177) | -0.7969 (0.2128) |
| | ADF | 38.2014 (1.0000) | 168.184 (0.0318)** | 207.545 (0.0001)* |
| | PP | 38.7707 (1.0000) | 160.334 (0.0756) | 171.180 (0.0221)** |
| dllabor I(1) | LLC | -28.5542 (0.0000)* | -24.2675 (0.0000)* | -15.8676 (0.0000)* |
| | ADF | 971.180 (0.0000)* | 817.568 (0.0000)* | 573.906 (0.0000)* |
| | PP | 1207.92 (0.0000)* | 1115.89 (0.0000)* | 1489.27 (0.0000)* |

Not: * ve ** sırasıyla istatistiki olarak %1 ve %5 düzeyinde anlamlı.

Tablo 7. lexport Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları

| Değişken Adı | Birim Kök Testi | Sabit ve Trend Yok | Sabit | Sabit ve Trend |
|------------------|-----------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| lexport I(0) | LLC | 9.1880 (1.0000) | -14.0264 (0.0000)* | 2.1785 (0.9853) |
| | ADF | 44.2896 (1.0000) | 481.193 (0.0000)* | 189.394 (0.0017)* |
| | PP | 40..2010 (1.0000) | 448.741 (0.0000)* | 441.346 (0.0000)* |
| dlexport I(1) | LLC | -45.8631 (0.0000)* | -17.0586 (0.0000)* | -8.0975 (0.0000)* |
| | ADF | 1013.11 (0.0000)* | 720.940 (0.0000)* | 566.514 (0.0000)* |
| | PP | 1268.39 (0.0000)* | 1869.83 (0.0000)* | 2658.10 (0.0000)* |

Not: * ve ** sırasıyla istatistiki olarak %1 ve %5 düzeyinde anlamlı.

Tablo 8. lbalance Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları

| Değişken Adı | Birim Kök Testi | Sabit ve Trend Yok | Sabit | Sabit ve Trend |
|-------------------|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Lbalance I(0) | LLC | 7.0801 (1.0000) | -15.9582 (0.0000)* | -12.1167 (0.0000)* |
| | ADF | 186.475 (0.0027)* | 523.734 (0.0000)* | 408.221 (0.0000)* |
| | PP | 302.370 (0.0000)* | 583.455 (0.0000)* | 458.860 (0.0000)* |
| dlbalance I(1) | LLC | -38.5647 (0.0000)* | -33.0039 (0.0000)* | -28.2828 (0.0000)* |
| | ADF | 1432.80 (0.0000)* | 1090.53 (0.0000)* | 902.022 (0.0000)* |
| | PP | 1507.35 (0.0000)* | 5039.29 (0.0000)* | 5516.80 (0.0000)* |

Not: * ve ** sırasıyla istatistiki olarak %1 ve %5 düzeyinde anlamlı.

Tablo 9. lrevenue Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları

| Değişken Adı | Birim Kök Testi | Sabit ve Trend Yok | Sabit | Sabit ve Trend |
|-------------------|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| lrevenue I(0) | LLC | 10.5914 (1.0000) | -43.7462 (0.0000)* | -17.1142 (0.0000)* |
| | ADF | 15.0596 (1.0000) | 1112.30 (0.0000)* | 300.250 (0.0000)* |
| | PP | 0.6014 (1.0000) | 3452.72 (0.0000)* | 1527.18 (0.0000)* |
| dlrevenue I(1) | LLC | -20.1139 (0.0000)* | -13.8596 (0.0000)* | -10.5635 (0.0000)* |
| | ADF | 567.370 (0.0000)* | 344.596 (0.0000)* | 322.270 (0.0000)* |
| | PP | 543.966 (0.0000)* | 384.174 (0.0000)* | 493.536 (0.0000)* |

Not: * ve ** sırasıyla istatistiki olarak %1 ve %5 düzeyinde anlamlı.

Tablo 10. Isale Değişkeninin Birim Kök Analiz Sonuçları

| Değişken Adı | Birim Kök Testi | Sabit ve Trend Yok | Sabit | Sabit ve Trend |
|----------------|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Lsale I(0) | LLC | 10.9183 (1.0000) | -42.3715 (0.0000)* | -17.6793 (0.0000)* |
| | ADF | 15.0328 (1.0000) | 1091.10 (0.0000)* | 304.960 (0.0000)* |
| | PP | 0.64426 (1.0000) | 3073.69 (0.0000)* | 1501.90 (0.0000)* |
| Dlsale I(1) | LLC | -20.5392 (0.0000)* | -14.3889 (0.0000)* | -13.0525 (0.0000)* |
| | ADF | 568.897 (0.0000)* | 361.007 (0.0000)* | 357.361 (0.0000)* |
| | PP | 547.796 (0.0000)* | 408.780 (0.0000)* | 542.155 (0.0000)* |

Not: * ve ** sırasıyla istatistik olarak %1 ve %5 düzeyinde anlamlı.

Durağan olmayan panel değişkenlerden oluşan regresyon sahte (spurious) olabilir. Bu sebeple öncelikle değişkenler durağanlaştırıldı. Değişkenlerin hepsi birinci mertebeden durağandır (I(1)).

4.5.3. Panel Veri Analizi

Panel veri modeli regresyonlarının tahmininde uygun olan modelin seçimi önemlidir. Bu modeller havuzlanmış en küçük kareler, sabit etkiler ve rassal etkilerdir. Uygun olan model seçiminde iki farklı testten yararlanılır: Chow ve Hausman testleri.

4.5.3.1. Bağımlı Değişken: Labor Bulguları

4.5.3.1.1. Redundant Fixed Effects Testi Sonuçları (Sabit Etkiler Yönteminin Gerekliliği Sabit Etkiler Testi)

Redundant Fixed Effects Testi olarak bilinen Chow testi ile sabit etkiler yöntemi mi yoksa en küçük kareler yönteminin mi uygun olduğu test edilir. Kesit etkisi sıfıra eşitlenerek kısıt getirilir. Tablo 11’de görüldüğü gibi test istatistiklerine ait p-değerleri 0.0000’dır, bir diğer ifade ile getirilen kısıt anlamlı değildir. FE modelini kullanmak daha uygundur.

Tablo 11. Redundant Fixed Effects Test Sonuçları

| Etki Testi | İstatistik | Serbestlik derecesi | Olasılık değeri |
|---------------------|-------------|---------------------|-----------------|
| Yatay-Kesit F | 89.706239 | (67,1478) | 0.0000* |
| Yatay-Kesit Ki-Kare | 2516.736953 | 67 | 0.0000* |

Not: * istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlı.

4.5.3.1.2. Hausman Test Sonuçları

Uygulamanın ikinci aşamasında sabit etkiler veya rassal etkiler modelinin hangisinin uygun olduğunu tespit etmek amacıyla Hausman testi yapılır. Bir diğer ifade ile aslında rassal etkilerin zaman boyutunun varlığı test edilmektedir. Tablo 12’de Hausman testine ait p-değeri 0.05’ten küçüktür. Temel hipotez reddedilir. Model FE ile tahmin edilecektir.

Tablo 12. Hausman Test Sonuçları

| | Ki-Kare İstatistiği | Ki Kare Serbestlik Derecesi | Olasılık Değeri |
|--------------------|---------------------|-----------------------------|-----------------|
| Yatay-Kesit Rassal | 41.096369 | 5 | 0.0000* |

Not: * istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlı.

4.5.3.1.3. Model Tahmin Sonuçları

İstihdamdaki büyümeyi etkileyen faktörleri tespit etmek amacıyla altı farklı regresyon sabit etkiler (FE) modeli ile tahmin edilmiştir. Tahminlerin hepsinde bağımsız değişkenler, bağımlı değişkendeki değişimlerin yaklaşık %94’ünü (R^2) açıklamaktadır. Tablo 13’de yer alan F test sonuçlarına göre modeller anlamlıdır.

➤ Model (1)

$$dllabor=f(dlsale, dlexport, dlrevenue, down, own)$$

$$dllabor = 4.4219 + 0.3216*dlsale + 0.0680*dlexport - 0.2254*dlrevenue - 0.0605*down + 0.1686*own$$

➤ Model (2)

$$dllabor = f(dlsale, dlexport, dlrevenue, down*own)$$

$$dllabor = 4.4170 + 0.3190*dlsale + 0.0700*dlexport - 0.2233*dlrevenue - 0.0127*down*own$$

➤ Model (3)

$$dllabor = f(dlsale, dlexport, dlrevenue, d01, own)$$

$$dllabor = 4.4785 + 0.3315*dlsale + 0.0648*dlexport - 0.2365*dlrevenue - 0.0765*d01 + 0.1604*own$$

➤ Model (4)

$$dllabor = f(dlsale, dlexport, dlrevenue, d01*own)$$

$$dllabor = 4.4237 + 0.3161*dlsale + 0.0698*dlexport - 0.2206*dlrevenue - 0.0865*d01*own$$

➤ Model (5)

$$dllabor = f(dlsale, dlexport, dlrevenue, d08, own)$$

$$dllabor = 4.4051 + 0.3245*dlsale + 0.0707*dlexport - 0.2293*dlrevenue - 0.0383*d08 + 0.1735*own$$

➤ Model (6)

$$dllabor = f(dlsale, dlexport, dlrevenue, d08*own)$$

$$dllabor = 4.4190 + 0.3231*dlsale + 0.0700*dlexport - 0.2274*dlrevenue + 0.0378*d08*own$$

Tablo 13. Bağımlı Değişken: dllabor Model 1-6 Tahminleri

| | Model (1) | Model (2) | Model (3) | Model (4) | Model (5) | Model (6) |
|----------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|
| Sabit | 4.4219* (0.0000) | 4.4170* (0.0000) | 4.4785* (0.0000) | 4.4237* (0.0000) | 4.4051* (0.0000) | 4.4190* (0.0000) |
| Dlsale | 0.3216* (0.0000) | 0.3190* (0.0000) | 0.3315* (0.0000) | 0.3161* (0.0000) | 0.3245* (0.0000) | 0.3231* (0.0000) |
| dlexport | 0.0680* (0.0000) | 0.0700* (0.0000) | 0.0648* (0.0000) | 0.0698* (0.0000) | 0.0707* (0.0000) | 0.0700* (0.0000) |
| dlrevenue | -0.2254* (0.0005) | -0.2233* (0.0000) | -0.2366* (0.0002) | -0.2206* (0.0004) | -0.2293* (0.0003) | -0.2274* (0.0002) |
| Down | -0.0605** (0.0137) | | | | | |
| Own | 0.1686* (0.0003) | | 0.1604* (0.0006) | | 0.1735* (0.0002) | |
| down*own | | -0.0127* (0.0000) | | | | |
| D01 | | | -0.0765** (0.0417) | | | |
| D01*own | | | | -0.0865*** (0.0703) | | |
| D08 | | | | | -0.0383** (0.0414) | |
| D08*own | | | | | | 0.0378 (0.3399) |
| R ² | 0.9415 | 0.9463 | 0.9464 | 0.9466 | 0.9462 | 0.9463 |
| F-istatistiği | 363.1668 (0.0000) | 367.4227 (0.0000) | 362.647 (0.0004) | 368.9491 (0.0000) | 361.2905 (0.0000) | 367.0571 (0.0000) |

Not: 1. Parantez içi veriler p-değerlerini göstermektedir.

2. *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 13'te yer alan analiz sonuçlarına göre: Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama oranları oldukça iyidir (bkz. R² değerleri), modeller ise genel anlamlı anlamlıdır (bkz. F-istatistiği değerleri). Altı modelde de dlsale, dlexport ve dlrevenue değişkenleri %1 düzeyinde anlamlıdır. Model (1)'de büyümenin 2001 ve 2008 kriz dönemlerinden olumsuz etkilendiği görülmektedir. Sermayesinin %50 ve fazlasının yabancı sermayeli olması firma

büyümesini pozitif etkilemektedir. Model (2)'de kriz dönemlerinde yabancı sermayeli firmaların büyümeden nasıl etkilendiği sorgulanmış ve olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir. 2001 ve 2008 krizlerinin etkilerini ayrı ayrı görebilmek için Model 3-6 tahmin edilmiştir. 2008 krizine göre, 2001 krizinden daha olumsuz etkilendikleri görülmektedir. 2001 krizindeki yabancı sermayeli şirketlerin, 2008 kriz dönemindeki yabancı sermayeli şirketlere göre daha olumsuz etkilendikleri de ulaşılan bir diğer sonuçtur.

4.5.3.2. Bağımlı Değişken: Dlsale Bulguları

4.5.3.2.1. Redundant Fixed Effects Testi Sonuçları (Sabit Etkiler Yönteminin Gerekliliği Sabit Etkiler Testi)

Tablo 14'te görüldüğü gibi test istatistiklerine ait p-değerleri 0.0000'dır. Temel hipotez reddedilir, FE modelini kullanmak daha uygundur.

Tablo 14. Redundant Fixed Effects Test Sonuçları

| Etki Testi | İstatistik | Serbestlik derecesi | Olasılık değeri |
|---------------------|------------|---------------------|-----------------|
| Yatay-Kesit F | 40.9842 | (67, 1335) | 0.0000* |
| Yatay-Kesit Ki-Kare | 1572.1765 | 67 | 0.0000* |

Not: *, istatistiki olarak %1 düzeyinde anlamlı.

4.5.3.2.2. Hausman Test Sonuçları

Chow testi ile FE modelinin uygun olduğu tespit edilmiştir, bu aşamada ise FE veya RE modeli Hausman testi ile karşılaştırılacaktır. Bir diğer ifade ile aslında rassal etkilerin zaman boyutunun varlığı test edilmektedir. Tablo 15'te Hausman testine ait p-değeri 0.05'ten büyüktür. Temel hipotez reddedilmez yani rassal etkilerin zaman boyutu vardır. Model RE ile tahmin edilecektir.

Tablo 15. Hausman Test Sonuçları

| | Ki-Kare İstatistiği | Ki-Kare Serbestlik Derecesi | Olasılık Değeri |
|--------------------|---------------------|-----------------------------|-----------------|
| Yatay-Kesit Rassal | 6.0069 | 9 | 0.1986 |

4.5.2.2.3. Model Tahmin Sonuçları

➤ Model (7)

$$dlsale = f(dllabor, dlrevenue, dlbalance, d01)$$

$$dlsale = -0.0279 + 0.0310*dllabor + 0.9927*dlrevenue - 0.0094*dlbalance + 0.0090*d01$$

➤ Model (8)

$$dlsale = f(dllabor, dlrevenue, dlbalance, d01*own)$$

$$dlsale = -0.0164 + 0.0301*dllabor + 0.9923*dlrevenue - 0.0092*dlbalance - 0.0832*d01*own$$

➤ Model (9)

$$dlsale = f(dllabor, dlrevenue, dlbalance, d08)$$

$$dlsale = -0.0274 + 0.0297*dllabor + 0.9938*dlrevenue - 0.0100*dlbalance - 0.0223*d08$$

➤ Model (10)

$$dlsale = f(dllabor, dlrevenue, dlbalance, d08*own)$$

$$dlsale = -0.0218 + 0.0302*dllabor + 0.9931*dlrevenue - 0.0098*dlbalance - 0.0494*d08*own$$

Tablo 16. Bağımlı Değişken: dlsale Model 7-9 Tahminleri

| | Model (7) | Model (8) | Model (9) | Model (10) |
|---------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
| Sabit | -0.0279 (0.6905) | -0.0164 (0.8165) | -0.0274 (0.6870) | -0.0218 (0.7495) |
| dllabor | 0.0310** (0.0038) | 0.0301** (0.0045) | 0.0297** (0.0052) | 0.0302** (0.0042) |
| DLrevenue | 0.9927* (0.0000) | 0.9923* (0.0000) | 0.9938* (0.0000) | 0.9931* (0.0000) |
| dlbalance | -0.0094*** (0.0630) | -0.0092*** (0.0731) | -0.0100** (0.0444) | -0.0098*** (0.0508) |
| D01 | 0.0090 (0.1031) | | | |
| D01*own | | -0.0832** (0.0020) | | |
| D08 | | | -0.0223* (0.0000) | |
| D08*own | | | | -0.0494** (0.0475) |
| R2 | 0.9943 | 0.9943 | 0.9943 | 0.9943 |
| F-istatistiği | 61501.07 (0.0000) | 61591.92 (0.0000) | 61623.13 (0.0000) | 61539.90 (0.0000) |

Not: 1. Parantez içi veriler p-değerlerini göstermektedir.
2. *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 16’da bağımlı değişkenin dlsale olduğu tahminler yer almaktadır. Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama oranları oldukça iyidir (bkz. R^2 değerleri), modeller ise genel anlamlı anlamlıdır (bkz. F-istatistiği değerleri). Dlrevenue değişkeni tüm modellerde pozitif ve %1 düzeyinde anlamlıdır. Dllabor değişkeni tüm modellerde pozitif ve %5 düzeyinde anlamlıdır. Dlbalance değişkeni ise tüm modellerde negatif ve %10 düzeyinde anlamlıdır. 2001 ve 2008 krizlerinden firmalar farklı yönde etkilenmişlerdir. 2001 krizinden firmalar olumlu etkilenirken 2008 krizinden olumsuz etkilenmişlerdir. Bir diğer ifade ile 2001 krizini şirketler fırsata çevirebilmişlerdir. Ancak kriz zamanlarında %50 ve %50’den fazla yabancı sermayeli şirketlerin 2001 ve 2008 krizlerinden olumsuz etkilendikleri görülmektedir. 2001 krizini, 2008 krizine göre daha zor yönettikleri yorumu yapılabilir.

4.5.4. Analiz Bulguları

Genel Uygulama Bulguları ve Hipotezleri aşağıda özetlenmektedir.

Tablo 17. Hipotez Sonuçları

| |
|--|
| <p>H₀₁: Firma büyümleri 2001 krizinden olumsuz etkilenmiştir. Bağımlı değişken olarak labor (istihdam) olduğunda olumsuz etkilenmiştir. Ancak sale (satışlar) açısından incelendiğinde olumsuz etkilendiği söylenemez (Model 3 D01: -0.0765; Model 7 D01: 0.0090) . Temel hipotez reddedilir.</p> |
| <p>H₀₂: Firma büyümleri 2008 krizinden olumsuz etkilenmiştir. Bağımlı değişken olarak labor (istihdam) olduğunda olumsuz etkilenmiştir. Ancak sale (satışlar) açısından incelendiğinde de olumsuz etkilendiği görülmektedir (Model 5 D08: -0.0383; Model 9 D08: -0.0223*) . Temel hipotez reddedilemez.</p> |
| <p>H₀₃: Firma büyümleri hem 2001 hem de 2008 krizlerinden olumsuz etkilenmiştir. Bağımlı değişken olarak labor (istihdam) olduğunda olumsuz etkilenmiştir. (Model 1 Down: -0.0605) . Temel hipotez reddedilemez.</p> |
| <p>H₀₄: Çok uluslu firmalar ile yerel firmaların krize tepkileri farklıdır. Bağımlı değişken olarak labor (istihdam) ve sale (satışlar) açısından incelendiğinde krizden olumsuz etkilendikleri görülmektedir (Model 5 D08: -0.0383; Model 9 D08: -0.0223*). Temel hipotez reddedilemez.</p> |

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

5.1. Sonuç

Yabancı sermayeli firmalar kriz veya ekonomik yavaşlamalarda yerel firmalara göre daha iyi mi tepki vermektedir? Küresel krizler incelendiğinde bu sorunun cevabı ülkelere, gelişmişlik düzeylerine, dış ticarete olan açıklığına, ülkenin ekonomik ve kurumsal yapısı gibi birçok faktöre değişmektedir. Çalışmanın giriş bölümünde de belirtildiği gibi firmaların sergiledikleri performans, yabancı sahipliğine göre farklılaşmaktadır. Özelleştirmenin ve yabancı yatırımcıların olduğu ekonomilerde ise bu konu ülke ekonomisini de etkilemektedir. Nitekim yabancı sermayeli şirketlerin krize, dışsal/içsel şoklara, ekonomik yavaşlamalara verdiği tepkiler de farklılaşmaktadır.

Yurtiçinde ve yurt dışında bu konu çalışılmış ve literatüre önemli katkılar yapılmıştır. Özellikle son on yıl içerisinde Türkiye’de artan yabancı sermayeli şirket sayısının , ülke ekonomisi üzerindeki etkisi yadsınamaz. Gerek coğrafi konumu gerekse güçlenen ekonomisi ile yatırımlara açık olan Türkiye’de önemli siyasi ve ekonomik krizler yaşanmıştır. 2001 ve 2008 krizleri sonrası kapanan firmalar olduğu gibi birleşen, büyüyen ve yeni açılan firmalar da olmuştur. ‘Şirket büyümelerinin özellikle yabancı sermaye sahipliğinden nasıl etkilenmektedir?’ sorusuna cevap aramak adına çalışma dört temel bölümde incelenmiştir. . İstanbul Sanayi Odası tarafından oluşturulan en büyük 500 firmanın verileri şu ana kadar bu kadar geniş ölçekli bir zaman aralığı için ele alınıp incelenmemiştir.

İlk bölüm olan giriş bölümünde araştırmanın amacı, önemi ve sorusu üzerinde durulmuş ve evreni hakkında bilgi verilmiştir. İkinci bölümde ekonomik büyümenin belirleyicisi olan doğrudan yabancı yatırım ve içselleştirme teorilerinde durulmuştur. Bu bağlamda kriz dönemleri ve kriz türleri örneklerle açıklanmıştır. Çalışmanın da evrenini oluşturan büyük firmaları önemi ve neden tercih edildiği hakkında bilgi verilmiştir. Üçüncü bölümde literatür taramasında kriz döneminde yabancı ve yerli sermayeli firmalar, kriz dönemi ile ilgili çalışmalar eşliğinde sunulmuş ve tartışılmıştır. Krize tepkilerin şirket sermayesinden bağımsız olan, yabancı sermayeli şirketlerin yerel firmalara göre ekonomik yavaşlamalara daha olumsuz cevap veren veya yabancı sermayeli şirketlerin söz konusu yavaşlamalara daha olumlu tepki verdiklerine dair çalışmalar yine bu bölümde irdelenmiştir. Son bölümde Türkiye’deki firma büyümeleri Alvarez ve Görg (2007) ile Varum ve Rocha’nın (2011) çalışmaları referans alınarak model oluşturulmuştur. Bu bölümde öncelikle kullanılan ekonometrik metotlar

hakkında teorik bilgi verilmiş ardından tanımlayıcı istatistikler sonrası model tahminlemesi yapılmıştır.

Büyük firmaların önemi ve tercih edilme sebebi bölüm iki de irdelemiştir. Bu bilgiler ışığında uygulama kısmında İstanbul Sanayi Odası'nın (İSO) her yıl yayınlamış olduğu İSO 500 raporlarından yararlanılarak örneklem oluşturulmuştur. Özellikle 2001 ve 2008 krizlerinin etkisini etkilerini gözlemleyebilmek için zaman aralığı 1995-2017 yılları arasını kapsamaktadır. Dengeli panel oluşturulmuş bu bağlamda eksik gözlemlerin olması sebebiyle ulaşılan şirket sayısı 68 olmuştur. Tahminler E-views-8'de elde edilmiştir. Firma büyümesini temsilen bağımlı değişken olarak işgücü ve satışlar seçilerek iki farklı model geliştirilmiştir. Firma büyümelerinin etkileyen faktörler arasında satış hasılatı, dönem karı/zararı, ihracat, şirketin yerel bir şirket olup olmaması, 2001 ile 2008 krizler yer almaktadır. Öncelikle tüm değişkenlere durağanlık analizi yapılmış ardından modeller tahmin edilmiştir.

Uygulama bölümünün başlarında sunulan dört hipoteze dair sonuçlar şu şekildedir: (i) H₀₁: Firma büyümeleri 2001 krizinden olumsuz etkilenmiştir. Sonuç: Temel hipotez reddedilir. (ii) H₀₂: Firma büyümeleri 2008 krizinden olumsuz etkilenmiştir. Sonuç: Temel hipotez reddedilemez. (iii) H₀₃: Firma büyümeleri hem 2001 hem de 2008 krizlerinden olumsuz etkilenmiştir. Sonuç: Temel hipotez reddedilemez. (iv) H₀₄: Çok uluslu firmalar ile yerel firmaların krize tepkileri farklıdır. Sonuç: Temel hipotez reddedilemez. Bağımlı değişkenin labor olduğu altı modelde de sale ile export anlamlı ve pozitif; revenue ise anlamlı ve negatif çıkmıştır. Birinci modelde firma büyümesinin 2001 ve 2008 kriz dönemlerinden olumsuz, sermayesinin %50 ve fazlasının yabancı sermayeli olmasından pozitif etkilendiği bulunmuştur. İkinci modelde firma büyümesi kriz dönemlerindeki yabancı sermayeli firmaların büyümeden olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir. 2001 ve 2008 krizlerinin etkilerini ayrı ayrı görebilmek için Model 3-6 tahmin edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre firma büyümeleri 2008 krizine göre, 2001 krizinden daha olumsuz etkilenmişlerdir. Bir diğer dikkat çekici sonuç ise 2001 krizindeki yabancı sermayeli şirketlerin, 2008 kriz dönemindeki yabancı sermayeli şirketlere göre daha olumsuz etkilendikleridir. İkinci ana modelin bağımlı değişkeni sale'dir. Dört alt model tahmin edilmiştir. Bu modellerde labor ve revenue pozitif ve anlamlı iken balance değişkeni negatif ve anlamlı çıkmıştır. 2001 krizinden firmalar olumlu etkilenirken 2008 krizinden olumsuz etkilenmişlerdir. Bir diğer ifade ile 2001 krizini şirketler fırsata çevirebilmişlerdir. Ancak kriz zamanlarında %50 ve %50'den fazla yabancı sermayeli şirketlerin 2001 ve 2008 krizlerinden olumsuz etkilendikleri görülmektedir. 2001 krizini, 2008 krizine göre daha zor yönettikleri yorumu yapılabilir.

1995-2017 dönemini kapsayan araştırmamızda Türkiye'deki firmaların hem içi hem de dış şoklara karşı dirençli olduğu görülmüştür. Döviz kurundaki baskılarla birlikte, 2001 döneminde etkinlik konusunda sıkıntılar yaşayan k firmaların, 2008'de görece olarak daha güçlü bir görüntü ortaya koyduğu bulunmuştur. 2001'de bankacılık sektörü veya para birimi üzerinde de benzer bir performans gösteren Türkiye'de bu dönemin aksine ekonomik aktörler 2008 yılının sonlarında ve 2009 yılının başlarında yerel varlıklardaki güveni gösteren döngüsel karşı davranışlar sergilediler.

Mevcut ampirik literatüre dayanarak, ihracatçılar ile ihracatçı olmayanlar arasındaki ihracat performans farklılıkları basit tanımlayıcı ve regresyon analizi ile incelenmiştir. Tahmin sonuçları, ihracatçıların ortalama olarak daha verimli (daha büyük, daha üretken ve daha kârlı), daha kalite odaklı (Ar-Ge, pazarlama ve reklam için daha fazla harcama) ve daha az kredi kısıtlaması olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, kriz dönemlerinde ihracat primleri daralır, bu da krizi ima eder ve ihracatçılar ile ihracatçı olmayanlar arasındaki ortalama yüzde farklılıkların azalmasına neden olur.

Türkiye'de faaliyet gösteren firmalar ya doğrudan yabancı firmalar tarafından kurulmuştur ya da yabancı hissedarların, Türkiye'deki firmaların sermaye yapısını belli oranlarda kontrol ettiği görülmüştür.

Önemli başka bir sonuç ise; tamamen yabancı sermayeli işletme olmanın işgücü verimliliği üzerindeki etkisi, çoğunlukta olan yabancı mülkiyetin etkisinden daha yüksek olduğu görülmüştür.

Ayrıca daha büyük, daha üretken ve daha sermaye yoğun şirketlerin ihracat pazarlarına kendi seçtikleri görülmektedir. Bu tezin bulguları, ihracatın öğrenme etkisinin firmaların büyüklük, verimlilik ve finansal sağlıklarında iyileşmelere yol açtığını ortaya koymaktadır. Ayrıca, ihracat pazarlarına girdikten sonra firmalar daha kaliteli ve daha kârlı hale gelmektedir.

5.2. Değerlendirme ve Öneriler

Bankacılık sektörü, performans göstermeyen kredilerdeki ılımlı artışa rağmen, kriz boyunca sağlıklı, kârlı ve iyi bir sermaye yapmıştır. Dış finansmana erişim, borç alınan miktarların düşmesine ve maliyetlerin artmasına rağmen hem hükümet hem de özel sektör tarafından sağlanmıştır. Cari açığın daralması, krizde tüketim düzenlerinin düzeldiğini ve ihracatçıların yeni pazar alanlarını arayarak dış talepteki çöküşe uyum sağlamaya çalıştıklarını göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar mütevazî düzeyde olsalar da ülkeye girmeye devam etti.

Mevcut şoklar altındaki ekonomik performansın, başta dış düzeyde olmak üzere, aynı zamanda bir ölçüde iç düzeyde olması, Türkiye'nin geçmiş reformlarının başarısını doğruladığı sonucuna varılabilir. Türkiye'yi 1990'larda krizlere karşı bu kadar savunmasız bırakan yapısal zayıflıklar, nispeten iyi huylu bir dış ortamda, büyük ölçüde aşılmamış olsaydı, Türkiye büyük olasılıkla bugün başka bir tam teşekküllü para birimi / ödemeler dengesi krizi ile karşı karşıya kalırdı. Başarı, Türkiye'nin şu ana kadarki krizin etkisini, geçmişte olduğu gibi bir IMF düzenlemesinin güvenlik ağına başvurmadan yönettiği için daha büyüktür.

Aynı zamanda, ekonomik aktivitede beklenenden daha keskin düşüş ve işsizlik oranlarındaki artış, Türkiye ekonomisinin hala kırılabilirlik alanlarına sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye'nin reformları ve uluslararası iş bölümüne daha derin entegrasyon, 1999-2007 yılları arasında uluslararası olarak mevcut olan geniş likidite ile desteklenen küresel bir patlama döneminde gerçekleşti.

Sonuç olarak, o dönemde yapılan yabancı ve yerli yatırımların çoğu, düzeltici aşamada tüketici talebinin yeniden dengelenmesine neden olabilir. Bu, ekonominin reel sektörde neden 2000/2001'dekinden daha keskin bir yavaşlama yaşadığını açıklayabilir. Pek çok analiste göre, mevcut krizin dış ortamdaki zayıflık ve son yıllarda iç talebi tetikleyen dış sermaye akışındaki daralma nedeniyle üstesinden gelmesi daha uzun sürecek. Durgunluk, 2009 yılının ilk çeyreğinde büyük olasılıkla dibe çökmüştür, ancak ikinci çeyrekte iç tüketimin yeniden canlanması, büyük ölçüde yüksek mali maliyetleri nedeniyle kademeli olarak indirilen vergi teşvikleri nedeniyle olmuştur. Özel yatırım ve ihracattaki iyileşme marjinal olmaya devam etti ve 2000/2001 krizinden daha uzun süren iyileşme gösterdi.

Bu çalışmada, yabancı mülkiyetin Türkiye'de bulunan firmaların finansal performansı ve büyümesi üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığı ve farklı oranlardaki yabancı mülkiyet düzeylerinin performans sonuçları üzerinde farklı etkileri olup olmadığı detaylı bir şekilde incelenmiştir. Veriler, 1995-2017 döneminde Türkiye'nin en büyük 500 şirketi arasında yer alan 68 firmadan oluşan bir panelden oluşmaktadır.

Ticaret literatüründe firma düzeyinde analize yapılan ilgi, mikro verilerden gelen ampirik bulguların, firma heterojenliğinin ihracat davranışı üzerindeki önemini vurgulamasına dayanmaktadır. Bu bulgular geleneksel ticaret teorileri için zorluklar oluşturmuş ve firma heterojenliği ve uluslararası ticarete yeni ticaret teorilerinin gelişmesine yol açmıştır. Firma heterojenliğini göz önünde bulundurmak sadece ampirik bulgularla tutarlı tahminler sağlamakla kalmaz, aynı zamanda döviz kuru-ticaret ilişkisi hakkında ek tahminler verir. Bu tez, bir analiz akışı kullanarak Türk imalat firmalarının ihracat davranışlarını kapsamlı bir şekilde incelemiştir. 1995-2017 dönemi firma düzeyinde verileri kullanarak firmaların özelliklerini,

ihracat davranışlarını, ihracat kararlarını, ihracat pazarına giriş-çıkış dinamiklerini ve kriz altındaki ihracat davranışlarını inceliyoruz.

Tahmin sonuçları, daha önceki ihracat piyasası deneyiminin, firmaların mevcut ihracat durumlarında önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Zamana bağlı uzun süreli etkiler literatürüne bakıldığında, önceki ihracat durumunun önemli etkisi, ihracat pazarlarına batık giriş maliyetlerinin varlığına işaret etmektedir. Batık maliyetlerin varlığı, daha iyi firmaların ihracat pazarlarına seçilmesini açıklamaktadır. Bu büyük, üretken ve sermaye yoğun firmalar yüksek ihracat batık maliyetlerini karşılayabileceği sonucuna çıkarılabilir.

Yabancı sermaye oranı farklılıklarının testleri, yabancı sermayeli firmaların benzer büyüklükte ve yerel sermayeli firmalardan daha istihdam ve ihracat yoğunluğu, sahip oldukları gösterilmiştir. Çoğunluk yabancı sermayeli firmalar boyutu yerel sermayeli firmalardan daha büyüktür, ancak iki şirket grubunun sermaye yoğunluğu, ihracat yoğunluğu ve ticari marka yoğunluğu açısından az bir fark söz konusudur. Tamamen yabancı sermayeli firmalar ve yerel sermayeli firmalar bu değişkenlerin hiçbiri açısından farklılık göstermez. Çalışmada verimlilik, emek verimliliği ile ölçülmektedir. Finansal performans üç farklı değişken kullanılarak ölçülür: vergi öncesi kâr marjı, öz kaynak kârlılığı ve sermaye verimliliği. Sermaye verimliliği değişkeninin diğer iki finansal performans değişkeninden farkı, muhasebe karı yerine katma değer firmaların performansının bir ölçüsü olarak kullanılmalıdır.

Daha az kârlı firmaların ihracat pazarlarına kendi seçtikleri ve düşük kârlılık seviyelerinin ihracat pazarlarına girmeye motive olduğunu göstermektedir. İhracatçıların hayatta kalmasını etkileyen faktörler göz önüne alındığında, düşük teknoloji ürünler üreten büyük, daha üretken, daha az kredi kısıtı ve daha kaliteye yönelik firmaların hayatta kalma oranının daha yüksek olduğu görülmektedir.

Çalışmanın temel argümanı, yabancı yatırımcılar etkili kontrol uygulayamadıkça, kurumsal performansı artıracak firmaya özgü varlıkları aktarmak için motive olmadıklarıdır. Sonunda, yabancı mülkiyetin sadece ana şirketin etkin kontrol uygulayabileceği çoğunluk mülkiyeti şeklinde olmasını beklenirken bu durum kurumsal performansı olumlu etkilememelidir.

Bu çalışma, çoğunluk yabancı mülkiyeti ile verimlilik arasında pozitif bir ilişki bulan önceki çalışmaların bulguları ile örtüşmektedir (Ramstetter, 1999; Djankov ve Hoekman, 2000; Dimelis ve Louri, 2004; Takii ve Ramstetter, 2005; Taymaz ve Yılmaz, 2008). Sonuç olarak, yabancı mülkiyetin çoğunluğunun ve tamamen yabancı sermayeli işletme olmanın emek verimliliği üzerinde olumlu bir etkisi olduğu bulunmuştur. Azınlık yabancı mülkiyetinin böyle bir etkisi yoktur. Buna karşılık olarak, tamamen yabancı sermayeli işletme olmanın işgücü verimliliği üzerindeki etkisi, çoğunlukta olan yabancı mülkiyetin etkisinden daha yüksek

olduğu görülmüştür. Ayrıca, yabancı sahiplik derecesinin verimlilik ile pozitif bir ilişkisi olduğunu da görüyorum. Yabancı mülkiyet değişkenlerinin vergi öncesi kâr marjı ve öz kaynak kârlılığı üzerindeki etkisini analiz ettiğimizde ne çoğunluk yabancı mülkiyeti ne de tamamen yabancı sermayeli olmanın bu finansal performans ölçümleri üzerinde olumlu bir etkisi olmadığını görüyoruz. Kuşkusuz, azınlık yabancı mülkiyetinin de böyle bir etkisi yoktur. Ayrıca, yabancı mülkiyet yüzdesi, vergi öncesi kâr marjı ve öz kaynak kârlılığı ile önemli ölçüde ilişkili değildir. Ancak, çoğunluk yabancı mülkiyeti ve tamamen yabancı sermayeli işletme olmanın sermaye verimliliği ile pozitif bir ilişkisi vardır. Dahası, bir tamamen yabancı sermayeli işletme olmanın sermaye verimliliği üzerindeki etkisi, çoğunlukta olan yabancı mülkiyetin etkisinden daha yüksektir. Ayrıca yabancı sahiplik derecesinin sermaye verimliliği üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu görüyoruz.

Çalışmada, işgücü verimliliğinde ve sermaye verimliliğinde kademeli bir performans artışının, yabancı mülkiyeti altındaki yıl sayısı arttıkça görülemeyeceğini gösteriyoruz. Sonunda, bu performans ölçümleri üzerinde olumlu etkisi olan firmaya özgü varlıkların transferinin, yabancı sahipler tarafından hisse edinilmesinden ve yabancı sermayeli firmaların kurulmasından sonra belirli bir süre içinde gerçekleştiğini söyleyebiliriz.

DYY, yerel sermayeli firmalara teknolojik bilgi birikimi, yenilik kabiliyeti, pazarlama ve yönetim becerileri, vb. Bu alanda gelecekteki araştırmalar için önemli bir yön, yabancı sermayeli firmalardan yayılmaların varlığının ve büyüklüğünün yabancı sahiplik derecesine bağlı olup olmadığıdır. Ana şirketler, maddi olmayan varlıklarının çoğunluğa sahip oldukları iştiraklerine devredilmesine izin vereceğinden, çoğunluk yabancı sermayeli firmalardan olumlu yayılımlar olmasını bekliyoruz.

Giriş bölümünde belirtildiği gibi, bu tezin doğrudan amacı Türk imalat firmalarının ihracat davranışlarını araştırmak olmuştur. Bu kapsamlı verilerin kullanılmasının ve mevcut tekniklerin kullanılmasının, konu hakkındaki anlayışımıza önemli ölçüde katkıda bulunduğu inanıyoruz. Daha geniş bir perspektiften bakıldığında, bu tezin son ampirik ticaret literatürüne daha geniş bir katkı sağladığını savunacağız. Dolayısıyla bu tezin katkıları şu şekilde özetlenebilir: Her şeyden önce, bu tez Türkçe veriler kullanılarak devam eden ve gelişen bu literatüre katkıda bulunmaktadır. İkincisi, ihracat davranışının tek özelliğini araştıran önceki çalışmaların aksine, bu tez akışında firmaların ihracat davranışlarına ışık tutmak için birden fazla değişkenle birlikte bu durum incelenmiştir. Bir analiz dizisi için aynı veri kümesinin kullanılması, tutarlı bir hikâye bulma fırsatını araştırmıştır.

Türkiye ekonomisinin kriz deneyimini ve veri setimizin avantajını kullanarak, son iki kriz göz önünde bulundurulmuştur ve bu, kriz altındaki ihracat davranışı anlayışımıza önemli

ölçüde katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye gibi ülkeler için, sadece AR-GE harcamalarını bir kalite ölçüsü olarak görmek, kalite-ihracat ilişkisi için yanıltıcı sonuçlara yol açabilir. Bu yüzden sadece Ar-Ge ölçütü olarak bu durumu ölçmeye çalışan çalışmalardan farklı bir durum ortaya konulmuştur.

Bu çalışma, Türk imalat sektörünün ihracat performansını ve farklı kriz türlerinin Türkiye'nin ihracat performansı üzerindeki etkisini mikro perspektiften incelemenin ilk adımını oluşturmaktadır. Verilerin kullanılabilirliğine dayanan yapılandırılmış açıklayıcı değişkenler mevcut literatürle uyumludur. Ancak, daha önce de belirtildiği gibi, veri seti temel olarak finansal değişkenler içerdiğinden, analizimizde bazı yapısal firmaya özgü değişkenler dikkate alınamaz. Özellikle yabancı mülkiyet, firmaların ihracat davranışlarını çeşitli kanallardan etkileyebilir. Doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ekonomilerde yabancı firmalardan yerli firmalara teknoloji yayımları için en önemli kanal olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, yabancı sermayeli firmalar için finansman kısıtlamaları yerli firmalardan daha düşüktür. Bu nedenle, son dönemde doğrudan yabancı yatırımların (DYY) ihracat davranışı üzerindeki etkisi dikkat çekmiştir. Ayrıca, aynı veri seti ve aynı metodoloji kullanılarak ekonometrik araştırma başka endüstriler ve veri setinin içinde olan başka bağımlı değişkenler için de tekrarlanabilir. Bu şekilde firmaların başka endüstrilerdeki ihracat davranışlarında benzerlikler ve farklılıklar oluşturulmasını sağlayacak ve böylece Türk firmalarının ihracat davranışlarını belirleyen kapsamlı bir araştırma ortaya çıkmış olacaktır.

Sonuç olarak, tek başına değerli para politikaları ihracatın sürdürülebilir şekilde büyümesine hizmet etmeyecektir. Bunun yerine, Türk imalat firmalarının fiyat dışı rekabetini artırmaya yardımcı olacak politikalar işe yarayabilir.

Eğitim seviyelerinin arttırılması, işgücü piyasasına katılım ve esneklik, iş ortamının özelleştirilmesi ve iyileştirilmesinde daha fazla ilerleme, verimlilik artışını hızlandıracak ve yaşam standartlarının yükseltilmesine yardımcı olacaktır. Bununla birlikte fiyat istikrarı, kurumsal altyapı, uygulanabilir ve kontrol edilebilir politikalar ile birlikte güçlü bir demokratik/politik bir duruş ile mikro düzeyde firmalar, makro düzeyde ise Türkiye'nin daha da ön plana çıkacağını düşünülmektedir.

İzleyen süreçte Türkiye ile seçili ülkelerdeki durum karşılaştırmalı analiz edilebilir. Böylece farklı ülkelerdeki şirketlerin hissedarlık durumuna göre krize nasıl tepki verdikleri gözlemlenebilir.

KAYNAKÇA

- Adesete, A. A. (2017). Panel Data Regression Models in Eviews: Pooled OLS, fixed or random effect model? 1-24, <https://researchsolutionblog.files.wordpress.com/2017/12/panel-data-regression-models-in-eviews1.pdf>
- Aggarwal, A. (2018). The impact of foreign ownership on research and development intensity and technology acquisition in Indian industries: Pre and post global financial crisis. *Asian Development Review*, 35(1), 1-26.
- Aghion, P. and Howitt P. (1998). *Endogenous growth theory*. Cambridge Massachusetts: MIT press.
- Agmon, T. and Lessard. D. (1977). Investor recognition of corporate international diversification. *Journal of Finance* (ss. 1049-1055).
- Alfaro, L. and Chen, M. (2012). Surviving the global financial crisis: Foreign ownership and establishment performance. *American economic journal: Economic policy*, 4(3), 3-55.
- Alvarez, R. and Gorg, H. (2007). *Multinationals as stabilizers?: Economic crisis and plant employment growth*. Working Papers, 1-34, Central Bank of Chile.
- Alvarez, R. and Gorg, H. (2009). Multinationals and plant exit: Evidence from Chile. *International Review of Economics & Finance*, 18(1), 45-51.
- Amadeo, K. (2019). *Causes of the 2008 Global Financial Crisis: What Really Caused the Crisis?* <https://www.thebalance.com/what-caused-2008-global-financial-crisis-3306176>
- Arrighetti, A., Brancati, R., Lasagni A. and Maresca A. (2015). *Firms heterogeneity and performance in manufacturing during the great recession*, Economics Department Working Papers 2015-EP03, Department of Economics, Parma University, Italy.
- Arthur, C. (2018). *The importance of manufacturing*, <https://www.unido.org/stories/importance-manufacturing> (10.07.2019)
- Athukorala, P. (2003). FDI in crisis and recovery: Lessons from the 1997–1998 Asian crisis. *Australian Economic Review*, 43(2), 197-213.

- Atıcı, G. and Gursoy, G. (2012). Foreign Direct Investment and export decision relationship in the large Turkish firms. *Journal of Applied Finance & Banking*, 2(4), 167-184.
- Bai, J. and S. N. (2002). Determining the Number of Factors in Approximate Factor Models, *Econometrica*, 70(1), 191-221.
- Bai, J. and Ng, S. (2004). A Panic Attack on Unit Roots and Cointegration. *Econometrica*, 72(4), 1127-1177.
- Baltagi, B.H. (2001). *Econometric analysis of panel data*. (2. Ed). New York: JW&Sons.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. (3. Ed). New York: JW&Sons.
- Barbosa, N. and Louri H. (2005). Corporate performance: Does ownership matter? A comparison of foreign-and domestic-owned firms in Greece and Portugal. *Review of Industrial Organization*, 27(1), 73-102.
- Barbieri, L. (2006). *Panel unit root tests, serie rossa: Economia*, Quaderno, N: 43, Ottobre Universita Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza.
- Barth, J. R., Bradley, M. D. and Panayotacos, P. C. (1987). Understanding international debt crisis. *Case Western Reserve Journal of International Law*. 19(1), 31-52.
- Benfratello, L. and Sembenelli A. (2006). Foreign ownership and productivity: Is the direction of causality so obvious?. *International Journal of Industrial Organization*, 24(4), 733-751.
- Bijsterbosch, M. and Kolasa, M. (2010). FDI and productivity convergence in Central and Eastern Europe: An industry-level investigation. *Review of World Economics*, 145(4), 689-712.
- Blalock, G., Gertler, P. J. and Levine, D. I. (2005). Investment following a financial crisis: Does foreign ownership matter?. In *SCCIE workshop on Firms in Emerging Markets May*, 20.
- Browne, M. J., Chung, J. W. and Edward, W. F. (2000). International property-liability insurance consumption. *The Journal of Risk and Insurance*, 67(1), 73-90.
- Brzoza-Brzezina, M., Kolasa, M. and Makarski, M. (2017). *Crisis, contagion and international policy spillovers under foreign ownership of banks*. GRAPE Working Paper, 18.
- Buckley, P. J. and Ghauri, P. N. (2004). Globalisation, Economic Geography and the Strategy of Multinational Enterprises. *Journal of International Business Studies*, 35(2), 81-98.

- Buckley, P. J. and Hashai, N. (2004). A global system view of firm boundaries. *Journal of International Business Studies*, 35(1), 33-45.
- Buckley, P. J. (2016). The contribution of internalization theory to international business: New realities and unanswered questions. *Journal of World Business*, 51(1), 74-82.
- Bureau of Labor Statistics (2012). *The recession of 2007-2009*. Washington, DC: U.S. Bureau of Labor Statistics. https://www.bls.gov/spotlight/2012/recession/pdf/recession_bls_spotlight.pdf (28.02.2018)
- Bykova, A. and Lopez-Iturriaga, F. (2017). *Exports-Performance relationship in Russian manufacturing companies: Does foreign ownership play an enhancing role?*. *Baltic Journal of Management*.
- Carlyle, E. (2015). 2014 foreclosure filings hit lowest level since 2006, RealtyTrac Says. *Forbes*, <https://www.forbes.com/sites/erincarlyle/2015/01/15/foreclosure-filings-drop-by-18-in-2014-hit-lowest-level-since-2006-realtytracsays/#18d6d7d448e5>
- Carney, M., Estrin, S., Liang, Z., & Shapiro, D. (2011). National institutional systems, foreign ownership and firm performance: The case of understudied countries, The effect of investor origin on firm performance: Domestic and foreign direct investment in the United States. *Journal of International Economics*, 83, 219-228.
- Casson, M. (2000). *Economics of international business: A new research agenda*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Caves, R. E. (1971). International corporations: The industrial economics of foreign investment. *Economica*, 38(149), 1-27.
- Caves, R. E. (1974). Multinational firms, competition and productivity in host country markets. *Economica*, 41(162), 176-193.
- Caves, R. E. (1980). Industrial organization, corporate strategy and structure. *Journal of Economic Literature*, 58(1), 64-92.
- Cecchetti, S. G., Kohler, M. and Upper, C. (2009). Financial crises and economic activity, (No. w15379). *National Bureau of Economic Research*, <http://www.nber.org/papers/w15379>
- Celasun, O., Denizer, C. and He, D. (1999). *Capital flows, macroeconomic management, and the financial system: Turkey, 1989-97*, The World Bank Working Paper No 2141.

- Center on Budget and Policy Priorities. (2018). *Chart book: The legacy of the great recession*. Washington, DC: Center on Budget and Policy Priorities, <https://www.cbpp.org/research/economy/chart-book-the-legacy-of-the-great-recession> (28.02.2018)
- Chang, Y. (2002). Nonlinear IV unit root tests in panels with cross-sectional dependency. *Journal of Econometrics*, 110(2), 261-292.
- Chang, Y. (2004). Bootstrap unit root tests in panels with cross-sectional dependency, *Journal of Econometrics*, 120(2), 263-293.
- Chari, A., Chen, W. and Dominguez, K. M. (2012). Foreign ownership and firm performance: Emerging market acquisitions in the United States. *IMF Economic Review*, 60(1), 1-42.
- Charles Issawi (1928). The 1973 oil crisis and after. *Journal of Post Keynesian Economics*. 1(2), 3-26.
- Chhibber, P. and Majumdar, S.(1999). Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry, *Journal of Law and Economics*, 42. 209-38.
- Choi, I. (2001). Unit root tests for panel data, *Journal of International Money and Finance*, 20(2), 249-272.
- Choi, I. (2002). *Combination unit root tests for cross-sectionally correlated panels*, Mime, Hong Kong University of Science and Technology.
- Clark, T. S. and Linzer Drew, A. (2012). *Should I use fixed or random effects*, 1-57, [https://datajobs.com/data-science-repo/Fixed-Effects-Models-\[Clark-and-Linzer\].pdf](https://datajobs.com/data-science-repo/Fixed-Effects-Models-[Clark-and-Linzer].pdf)
- Claessens, S. and Kose, M. M. A. (2013). Financial crises explanations, types, and implications *SSRN Electronic Journal*, 13(28), doi: 10.2139/ssrn.2295201
- Coad, A. (2009). *The growth of firms: A survey of theories and empirical evidence*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm, *Economica* 4, Nov., 386-405.
- Coghlan, E., Mccorkell, L. and Hinkley, S. (2018). *What really caused the great recession?* <https://irle.berkeley.edu/what-really-caused-the-great-recession/#note22>, (20.10.2019).

- Conyon, M. J., Girma S., Thompson, S. and Wright, P. W. (2002). The productivity and wage effects of foreign acquisition in the United Kingdom. *The Journal of Industrial Economics*, 50(1), 85-102.
- Çakmak, M. (2014). *Statistical analysis of electricity energy consumption with respect to provinces in Turkey*. Basılmamış yüksek lisans tezi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Ankara.
- Damijan, J. P. and Knell M. (2005). How important is trade and foreign ownership in closing the technology gap? evidence from Estonia and Slovenia. *Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv*, 141(2), 271-295.
- Davies, S. W. And Lyons, B. R. (1991). Characterising relative performance: the productivity advantage of foreign owned firms in the UK. *Oxford Economic Papers*, 43(4), 584-595.
- Desai, M., Foley, F. and Forbes, K. J. (2004). *Financial constraints and growth: Multinational and local firm responses to currency crises*. NBER Working Papers 10545. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Desai, M., Foley, F., and Forbes, K. J. (2008). Financial constraints and growth: multinational and local firm responses to currency depreciations. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2857-2888.
- Dikova, D., Smeets, R., Garretsen, H. and Van Ees. H. (2013). Immediate responses to financial crises: A focus on US MNE subsidiaries, *International Business Review*, 22(1), 202–215.
- Doms, M. E. and Jensen, J. B. (1998). Comparing wages, skills, and productivity between domestically and foreign-owned manufacturing establishments in the United States. In *Geography and ownership as bases for economic accounting* (pp. 235-258). Chicago: University of Chicago Press.
- Doukas, J. A. and Lang, L.H.P, (2003). Foreign direct investment, diversification and firm performance. *Journal of International Business Studies*, 34(2), 153-172. Focused Issue: The Future of Multinational Enterprise: 25 Years Later, Palgrave Macmillan Journals, <https://www.jstor.org/stable/3557150>.

- Douma, S., Rejie G. and Rezaul, K. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence, from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637-657. <https://www.jstor.org/stable/2014236>
- Dufour, M. and Orhangazi, O. (2007). *The 2000-2001 financial crisis in Turkey: A crisis for whom?*. MPRA Paper No. 7837, University of Massachusetts Amherst, Roosevelt University, <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/7837/>
- Dunning, J. H. (1958). *American investment in British manufacturing industry*. London: George Allen & Unwin.
- Dunning, J. H. (1973). The determinants of international production. *Oxford Economic Papers*, 25(3), 289-336.
- Earnhart, D. And Lizal, L. (2006). Wenjie Chen effects of ownership and financial performance on corporate environmental performance, *Journal of Comparative Economics*, 34(1) 111–129.
- Eichengreen, B. and Portes, R. (1987). *The anatomy of financial crises*. Nber Working Paper Series, Working Paper No. 2126.
- EPSC. (2015). Integration of products and services: Taking the single market into the 21st Century. *EPSC Strategic Notes*, 7.
- Ethier, W. J. (1986). The multinational firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 101(4), 805-833.
- Ethier, W. J. and Horn, H. (1990). Managerial control of international firms and patterns of direct investment. *Journal of International Economics*, 28(1-2), 25-45.
- Ezell, S. J. and Atkinson, R. D. (2011). The case for a national manufacturing strategy. *Information Technology and Innovation Foundation*, 29.
- Fabozzi, F. J., Focardi, S. and Jonas, C. (2010). *Investment management after the global financial crisis*. CFA Institute Research Foundation M2010-1.
- Federal Deposit Insurance Corporation. (2016). Bank failures in brief. *FDIC*. <https://www.fdic.gov/bank/historical/bank/2012/index.html>, (15.03.2018).
- Fischer, S. (2001). Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 3-24.

- Fons-Rosen, C. and Kalemli-Özcan, S., Bent E., Villegas-Sanchez, C. and Volosovych, V. (2013). *Quantifying productivity gains from foreign investment*. NBER Working Paper No. w18920. <https://ssrn.com/abstract=2237832>
- Gao, T. and Eshaghoff, T. (2004). Mncs' preferred responses to the argentine financial crisis: A classification and empirical investigation. *Latin American Business Review*, 5(1), 23-44.
- Gelübcke, J. P. W. (2013). Foreign ownership and firm performance in German services. *The Service Industries Journal*, 33(15-16), 1564-1598.
- Gestrin, Michael V. (2019). *The contribution of international business investment to the Sustainable Development Goals: Key actors and recent trends*, OECD, Paris.
- Gil-García, J. R. and Puron-Cid, G. (2014). Using panel data techniques for social science research: An illustrative case and some guidelines. *Ciencia Ergo-Sum*. 21(3), 203-216.
- Godart, O. N., Görg H. and Hanley, A. (2012). Surviving the crisis: Foreign multinationals versus domestic firms. *The World Economy*, 35(10), 1305-1321.
- Gorg, H. and Spaliara, M. E. (2013). *Export market exit, financial pressure and the crisis*. Working Paper, Kiel, No. 1859.
- Gorg, H. and Strobl, E. (2003). Footloose' multinationals? *The Manchester School*, 71(1), 1-19.
- Gorg, H. and Hanley A. (2017). Firms' global engagement and management practices. *Economics Letters*, 155, 80-83.
- Gorg, H. and Kersting E. (2017). Vertical integration and supplier finance. *Canadian Journal Of Economics / Revue Canadienne D'Economique*, 50(1), 273-305.
- Greenaway, D., Guariglia, A. and Yu, Z. (2014). The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China. *European Journal of Finance*, 20 (7-9), 681-702.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis*, (4. Ed.). Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall.
- Griffith, R., Redding, S. and Simpson, H. (2004). Foreign Ownership and Productivity: New Evidence From The Service Sector And The R&D Lab, *The Institute For Fiscal Studies* Wp04/22, 20(3), 440-456. <https://www.jstor.org/stable/23607095>
- Grubert, H. and Mutti, M. (1991). Taxes, Tariffs And Transfer Pricing In Multinational Corporation Decision Making. *Review of Economics and Statistics*, 73(1), 285-293.

- Gujarati, D. (2016). *Örneklerle ekonometri*. (N. Bolatoğlu Çev.). (1. Baskı). Ankara: BB101 Yayınları.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic econometrics*, (4. Ed.). New York: McGraw-Hill.
- Gürbüz, A. O. and Aybars A. (2010). The impact of foreign ownership on firm performance, evidence from an emerging market: Turkey. *American Journal of Economics and Business Administration*, 2(4), 350-359.
- Güven, S. ve Mert, M. (2016). Uluslararası turizm talebinin eşbütünleşme analizi: Antalya için panel ardl yaklaşımı. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17(1), 133-152.
- Hadri, K. (2000). Testing for stationarity in heterogeneous panel data, *The Econometrics Journal*, Volume 3, Issue 2, Pages 148-161
- Haraguchi, N. (2016). *The importance of manufacturing in economic development: Has this changed?*. Department of Policy Research and Statistics Working Paper 1/2016 UNIDO Charles Fang Chin Cheng University of New South Wales Eveline Smeets Consultant.
- Harding, T. J. and Beata S. (2009). *A touch of sophistication: FDI and unit values of exports*, CESifo Working Paper, No. 2865, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo), Munich.
- Hassana, M. K., Sanchez, B., and Yu, JS., (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), 88-104.
- Helpman, E. (1984). A simple theory of international trade with multinational corporations. *Journal of Political Economy*. 92(3), 451-471.
- Hintošová, A. B. and Kubíková Z. (2016). The effect of the degree of foreign ownership on firms' performance Hintošová. *Review of Economic Perspectives -Národohospodářský Obzor*, 16(1), 29-43.
- Horstmann, I. J. and Markusen J. R. (1987). Strategic investments and the development of multinationals. *International Economic Review*, 28, 109-121.
- Hsiao, C. (2007). Panel data analysis-advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22.
- Hymer, S. H. (1960). *The international operations of national firms: A study of direct foreign investment*. Boston: MIT, Cambridge, MA.

- Hymer, S. H. (1976). *The international operations of national firms: Study of foreign direct investment*. Cambridge: MIT Press.
- Im K. S., Pesaran M.H. and Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115(1), 53-74.
- International Trade Center. (2009). Least developed countries suffer most from global trade slump. International Trade Centre, *Press Release*, 6 October 2009, Geneva. <http://www.intracen.org/docman/PRSR14306.pdf>.
- Invest. (2019). *Uluslararası doğrudan yatırımlar*. T.C. Başbakanlık Yatırım Destek&Tanıtım Ajansı.
- Investopedia. (2019). *Green-field investment*. <https://www.investopedia.com/terms/g/greenfield.asp> (12.11.2019).
- Investopedia. (2019). *Dutch tulip bulb market bubble definition*. https://www.investopedia.com/terms/d/dutch_tulip_bulb_market_bubble.asp (18.11.2019).
- Jaba, E., Robu, I.B. and Balan, C. (2017). Panel data analysis applied in financial performance assessment. *Romanian Statistical Review*, 65(2), 3-20.
- Jongwanich, J. and Kohpaiboon, A. (2008). *Export performance, foreign ownership, and trade policy regime: Evidence from Thai Manufacturing*. ADB Economics Working Paper Series No. 140.
- Kalemli-Ozcan, S., Herman, K. and Carolina Villegas, S. (2011). *What hinders investment in the aftermath of financial crises: Insolvent firms or illiquid banks?*. Discussion Paper No: 8543, <https://voxeu.org/sites/default/files/file/DP8543.pdf>
- Kaminsky, G. L. and Reinhart, C. M. (1999). The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems. *American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Keller, W. and Yeaple, S. R. (2005). *Multinational enterprises international trade, and productivity growth: Firm-level evidence from the United States*. Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 07/2005.
- Kemme, D. M., Nikolsko-Rzhevskyy, A. and Mukherjee, D. (2014). Foreign capital, spillovers and export performance in emerging economies: Evidence from Indian it firms. *Review of Development Economics*, 18(4), 681-692.

- Kim, M. (2018). Effects of financial constraints on export performance of firms during the global financial crisis: microeconomic evidence from Korea. *Applied Economics Letters*, 26(1), 10-15.
- Kliesen L. and Tatom, J. A. (2003). U.S. manufacturing and the importance of international trade: It's not what you think Kevin. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(1), 27-49.
- Koch, L., Chaudhary, M. A., & Bilquees, F. (2001). February 2001 crisis in Turkey: causes and consequences. *The Pakistan Development Review*, 467-486.
- Kohler, U. and Frauke, K. (2012). *Data Analysis Using Stata*, (3. Ed.).
- Kolasa, M., Rubaszek, M. and Taglioni, D. (2010). Firms in the great global recession: The role of foreign ownership and financial dependence. *Emerging Markets Review*, 11(1), 341-357.
- Konings, J. (2000). *The effects of direct foreign investment in domestic firms: Evidences from firms level effects*. William Davidson Institute, Working Paper, 344.
- Korkmaz, T., Yıldız, B. ve Gökbulut, İ. (2010). FVFM'nin İMKB ulusal 100 endeksindeki geçerliliğinin panel veri analizi ile test edilmesi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 39(1), 95-105.
- Kutlar, A. (2012). *Ekonometriye giriş*. (2.Baskı). Ankara:Nobel Yayınları.
- Küçükosmanoğlu, A. İ. (2010). *Financial performance and productivity: Does foreign ownership matter?* Doctoral dissertation, Boğaziçi University, İstanbul.
- Kwon, H. U. and Park, J. (2018). R&D, foreign ownership, and corporate groups: Evidence from Japanese firms. *Research Policy*. 47(2), 428–439.
- Lee, S. and Makhija, M. (2009). Flexibility in internationalization: Is it valuable during an economic crisis? *Strategic Management Journal*, 30(1), 537-555.
- Leitão, N. C. (2010). Financial development and economic growth: A panel data approach. *Theoretical and Applied Economics*, 10(551), 15-24.
- Levin, A., Lin, C.F. and Chu, C.S.J. (2002). Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- Lipsey, R. (2001). *Foreign investment in three financial crises*. NBER Working Papers 8084, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

- Love, I., Rocha, R., and Feyen, E., (2015) Financial crisis transmission: Foreign ownership foreign funding? *Review of Economics & Finance*, 6(4), 63-80.
- Macovei, M. (2009). *Growth and economic crises in Turkey: Leaving behind a turbulent past?*. Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) (No. 386). European Commission.
- Maddala, G. and Wu, S. (1999). A comparative study of unit root tests and a new simple test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61(1), 631-652.
- Magee, S. P. (1977). Information and the multinational corporation: An appropriability theory of direct foreign investment. In J.N. Bhagwati (Eds.), *The new international economic order* (pp. 317-340). Cambridge: MIT Press.
- Marichal, C. (2009). World Financial Crises: Lessons of the Past. *Finance Bien Commun*, (2), 34-52. doi:10.3917/fbc.034.0034.
- Mcaleese, D. ve Counahan, M. (1979). Stickers or snatchers? Employment in multinational corporations during recessions. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41, 345-358.
- Mihai, I. O. (2014). A literature review of foreign ownership and company performance. *Economics and Applied Informatics*, "Dunarea de Jos" University of Galati, 2, 75-82.
- Mihai, I. O. and Mihai, C. (2013). The impact of foreign ownership on the performance of romanian listed manufacturing companies. *The International Journal of Management Science and Information Technology (IJMSIT)*, Special Issue: Knowledge Strategies, Decision Making and It In Emergent Economies, 106-122.
- Mishra, A. V. (2013). Foreign ownership in Australian firms. *Research in International Business and Finance*, 28, 1-18.
- Morck, R. and Yeung, B. (1992). Internalization: An event study test. *Journal of International Economics*, 33(1-2), 41-56.
- Nakano, M. and Nguyen, P. (2013). Foreign ownership and firm performance: Evidence from Japan's electronics industry. *Applied Financial Economics*, 23(1), 41-50. doi: 10.1080/09603107.2012.705425
- Nguyen, A. P. and Ngo, P. T. (2018). Effect of foreign ownership on firm performance Vietnam. *International Journal of Economic Research Effect of Foreign Ownership on*

- Firm Performance in Vietnam*, 15(2).
- Notta, O. and Vlachvei, A. (2008). *Foreign owned versus domestically-owned firms: Evidence from Greece*. *New Medit*, 4(1), 13-19.
- Öksüzokaya, M. (2013). *Seçilmiş AB ülkeleri için gelir-tüketim ilişkisi: Panel veri yaklaşımı*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- OPEC. (2019). *Brief History*, www.opec.org
- Özatay, F. and Sak, G. (2002). *The 2000-2001 financial crisis in Turkey*. Central Bank of Turkey and Ankara University, <https://www.researchgate.net/publication/242034963>
- Özer, M. ve Biçerli, K. (2003). Türkiye’de kadın işgücünün panel veri analizi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(1), 55-85.
- Park, A., Yang, D., Shi, X. and Jiang, Y. (2006). *Exporting and firm performance: Chinese exporters and the Asian financial crisis*. Discussion Paper No. 549, Research Seminar in International Economics.
- Pettinger, T. (2017). Sectors of the economy. *Economics*, <https://www.economicshelp.org/blog/12436/concepts/sectorsofeconomy> (19.07.2017)
- Pilbeam K. (1998). International debt crisis. In: *International finance*. London: Macmillan Texts in Economics. Palgrave.
- Randøy, T. and Goel, S. (2003). Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: Implications for financing entrepreneurial opportunities. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 619-637.
- Rao, B. B. and Hassan, G. M. (2011). A panel data analysis of the growth effects of remittances. *Economic Modelling*, 28(1-2), 701-709.
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2009). *The aftermath of financial crises*. Nber Working Paper Series, Working Paper 14656, <http://www.nber.org/papers/w14656>
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2013). *Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten*. International Monetary Fund, IMF Working Paper Research Department, WP/13/266.
- Riahi-Belkaoui, A. (1998). The effects of the degree of internationalization on firm performance. *International Business Review*, 7(3), 315-321.

- Rich, R. (2013). *The Great Recession: December 2007-June 2009*. Richmond, VA: Federal Reserve Bank of Richmond, Federal Reserve History. https://www.federalreservehistory.org/essays/great_recession_of_200709 (28.02.2018).
- Rocha, V. C. B. and Varum, C. A. (2011). Do foreign and domestic firms behave any different during economic slowdowns?. *International Business Review*, 20(1), 48-59.
- Rodrik, D. (2009). *The Turkish economy after the crisis*. Discussion Paper, No. 2009/9, Harvard Business School & Turkish Economics Association.
- Rugman, A. M. (1976). Risk reduction by international diversification. *Journal of International Business Studies*, 7(2): 75-80.
- Rugman, A.M. (1979). *International diversification and the multinational enterprise*. Lexington: Mass.: D.C. Heath.
- Rugman, A. M. (1981). *Inside the multinationals: The economics of internal markets*. New York: Columbia University Press. (Reissued by Palgrave Macmillan, 2006).
- Rugman, A. (1981). Internalization as a general theory of foreign direct investment: A reappraisal of the literature, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 116, 365-379.
- Rugman, A. M. and Verbeke, A. (2003). Extending the theory of the multinational enterprise: Internalization and strategic management perspectives. *Journal of International Business Studies*, 34(2), 125-137.
- Rugman, A. M. and Verbeke, A. (2008). Internalization theory and its impact on the field of international business. J. Boddewyn (Ed.), *International business scholarship: AIB fellows on the first 50 years and beyond* (pp. 155-174), Bingley: Emerald Group Publishing Limited, [https://doi.org/10.1016/S1064-4857\(08\)00003-X](https://doi.org/10.1016/S1064-4857(08)00003-X)
- Sachs, J. D. and Collins, S. M. (1989). *Developing country debt and economic performance*. Volume 3: Country Studies - Indonesia, Korea, Philippines, Turkey National Bureau of Economic Research Project Report 617-629.
- Schoors, K. and Van Der Tol, B. (2002). *Foreign direct investment spillovers within and between sectors: Evidence from Hungarian data*. Working Papers of Faculty of Economics and Business Administration, Ghent University, Belgium, 2002/157.

- Slaying the Dragon of Debt. (2019). *Regional Oral History Office of The Bancroft Library*, University of California, Berkeley, <https://bancroft.berkeley.edu/ROHO/projects/debt/oilcrisis.html> (10.11.2019).
- Stanley, F. (2001). Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?. *Journal of Economic Perspectives*, *American Economic Association*, 15(2), 3-24, Spring. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.15.2.3>
- Smith, S. C., Cin, B. C. and Vodopivec, M. (1997). Privatization incidence, ownership forms, and firm performance: Evidence from Slovenia. *Journal of Comparative Economics*, 25(2), 158-179.
- Tatoğlu, Ferda Y. (2018). *İleri panel veri analizi: Stata uygulamalı*. (3.Baskı). İstanbul: Beta Basım.
- Taymaz, E. ve Özler, S. (2007). Foreign ownership, competition, and survival dynamics. *Review of Industrial Organization*, 31(1), 23-42.
- Te Velde, D. W., (2006). *Foreign direct investment and development an historical perspective*. Background paper for ‘World Economic and Social Survey for 2006’, Overseas Development Institute.
- The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies. (2009). Report by the UNCTAD Secretariat Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation, United Nations, New York and Geneva, https://unctad.org/en/docs/gds20091_en.pdf
- The Economist. (2019). *Essay: Financial Crises*, <https://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-today-s-fin>
- Thomas D. E. (2006). International diversification and firm performance in Mexican firms: A curvilinear relationship?. *Journal of Business Research*, 59(4), 501-507.
- TOBB. (2001). *Savurganlık ekonomisi araştırması*. Report on “Extravagancy in Economy” by TOOB. The Union of Chambers of Commerce, Industry, Maritime Trade and Commodity Exchanges of Turkey.
- TOBB. (2019). *Kurulan ve kapanan şirket istatistikleri*, <https://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfalar/KurulanKapananSirketistatistikleri.php>

- Tong, H. and Wei, S. J. (2009). The composition matters: Capital inflows and liquidity crunch during a global economic crisis. *The Review of Financial Studies*, 24(6), 2023-2052.
- Uğurlu, E. (2019). *Panel veri ekonometrisi üzerine genel bakış*, 1-7, [https://www.researchgate.net/publication/281647166 Panel Veri Ekonometrisi Uzerine Genel Bakis](https://www.researchgate.net/publication/281647166_Panel_Veri_Ekonometrisi_Uzerine_Genel_Bakis)
- UN News Centre. (2008). General assembly president sets up task force to review global financial system, *Press Release*, 21 October 2008. <https://news.un.org/en/story/2008/10/278752-general-assembly-president-sets-task-force-review-global-financial-system>
- UNCTAD. (2015). *World investment report*, New York and Geneva: Reforming International Investment Governance.
- UNCTAD Handbook of Statistics. (2018). *Economic trends internalization theory and its impact on the field of international business june*, Research in Global Strategic Management, 14.
- U.S. Bureau of Labor Statistics. (2012). *The recession of 2007-2009*. Washington, DC: U.S. Bureau of Labor Statistics. https://www.bls.gov/spotlight/2012/recession/pdf/recession_bls_spotlight.pdf (28.02.2018)
- U.S. Commodity Futures Trading Commission and the U.S. Securities and Exchange Commission. (2010). *Findings regarding the market events of May 6, 2010*. Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>
- Uygur, E. (2001). *Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri*. Tartışma metni 2001/1, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara.
- Uygur, E. (2010). *The global crisis and the Turkish economy*. Discussion Paper, 2010/3, Turkish Economic Association, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/81736/1/619933046.pdf>
- Ün, T. (2015). Stata ile Panel Veri Analizi. S. Güriş (Ed.), *Stata ile panel veri modelleri* (ss.39-80). İstanbul: Der Yayınları.
- Varum, C. A. and Rocha, V. C. B. (2011). Do foreign and domestic firms behave any different during economic slowdowns?. *International Business Review*, 20(1), 48-59.

- Varum, C., Rocha, V. C., & da Silva, H. V. (2013). Economic slowdowns, hazard rates and foreign ownership. *International Business Review*, 23(4), 761-773.
- Vernon, R. (1966). International trade and international investment in the product cycle. *Quarterly Journal of Economics*, 80(2), 190-207.
- Vural Yavas, C. and Erdoğan, S. (2019). Key messages and overview, UNCTAD OECD, FDI in Figures, *World Investment Report April*, <http://www.oecd.org/investment/FDI-in-Figures-April-2019.pdf>
- Whitten, G. D., Green, K. W. and Zelbst, P. J. (2012). Triple-A supply chain performance. *International Journal of Operations & Production Management*, 32(1), 28-48.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*, a study in the economics of internal organization. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship, <https://ssrn.com/abstract=1496220>
- World Bank. (2019). *World development indicators*, <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators/preview/on#>
- Yi, J., Teng, D. and Meng, S. (2018). Foreign ownership and bribery: Agency and institutional perspectives. *International Business Review*, 27(1), 34-45.
- Yurdakul, F. (2014). Factors that trigger financial crises: the case of Turkey. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 896-901.
- Yücel, M. and Yıldırım, Y. (2010). The last three significant crises that faced in Turkey's economy and their effects to manufacturing sector. *Turgut Ozal International Conference on Economics and Politics-I Global Crises and Economic Governance*.

İnternet Kaynakları:

<https://qz.com/1106440/black-monday-1987-the-stock-market-crash-that-was-so-bad-hospital-admissions-spiked/>

<https://www.britannica.com/event/Asian-financial-crisis>

<https://www.britannica.com/event/South-Sea-Bubble>

<https://www.citeco.fr/10000-years-history-economics/industrial-revolutions/crash-of-the-vienna-stock-exchange-in-austria>

<https://www.economist.com/news/2015/08/24/the-causes-and-consequences-of-chinas-market-crash>

<https://www.economist.com/news/essays/21600451-finance-not-merely-prone-to-crises-it-shaped-them-five-historical-crises-show-how-aspects-of-today-s-finance>

<https://www.habsburger.net/en/chapter/crisis-highest-circles-economic-boom-and-stock-exchange-crash>

<https://www.history.com/topics/great-depression/1929-stock-market-crash>

<https://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>

https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/24.htm

<https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>

<https://www.thestreet.com/markets/history-of-stock-market-crashes-14702941>

<https://www.thestreet.com/markets/history-of-stock-market-crashes-14702941>

EKLER

Ek 1. Model (1)

Dependent Variable: DLLABOR

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 07/24/19 Time: 16:14

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1551

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 4.421903 | 0.173619 | 25.46894 | 0.0000 |
| DLSALE | 0.321563 | 0.064576 | 4.979640 | 0.0000 |
| DLEXPORT | 0.068020 | 0.010269 | 6.623972 | 0.0000 |
| DLREVENUE | -0.225379 | 0.064570 | -3.490464 | 0.0005 |
| DOWN | -0.060452 | 0.024493 | -2.468159 | 0.0137 |
| OWN | 0.168576 | 0.046211 | 3.647922 | 0.0003 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.946500 | Mean dependent var | 10.05136 |
| Adjusted R-squared | 0.943893 | S.D. dependent var | 5.494896 |
| S.E. of regression | 0.348760 | Sum squared resid | 179.7743 |
| F-statistic | 363.1668 | Durbin-Watson stat | 0.631843 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.865143 | Mean dependent var | 6.989343 |
| Sum squared resid | 186.6878 | Durbin-Watson stat | 0.626034 |

Ek.2. Model (2)

Dependent Variable: DLLABOR

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 07/24/19 Time: 16:37

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1551

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 4.416999 | 0.194720 | 22.68387 | 0.0000 |
| DLSALE | 0.319035 | 0.061890 | 5.154857 | 0.0000 |
| DLEXPORT | 0.070011 | 0.010873 | 6.438737 | 0.0000 |
| DLREVENUE | -0.223307 | 0.061472 | -3.632657 | 0.0003 |
| DOWN*OWN | -0.012703 | 0.042661 | -0.297776 | 0.7659 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| Weighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.946347 | Mean dependent var | 10.03179 |
| Adjusted R-squared | 0.943771 | S.D. dependent var | 5.482532 |
| S.E. of regression | 0.350644 | Sum squared resid | 181.8451 |
| F-statistic | 367.4227 | Durbin-Watson stat | 0.599881 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |
| Unweighted Statistics | | | |
| R-squared | 0.863398 | Mean dependent var | 6.989343 |
| Sum squared resid | 189.1035 | Durbin-Watson stat | 0.615746 |

Ek.3. Model (3)

Dependent Variable: DLLABOR

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 07/24/19 Time: 16:32

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1551

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 4.478486 | 0.179924 | 24.89094 | 0.0000 |
| DLSALE | 0.331531 | 0.063893 | 5.188849 | 0.0000 |
| DLEXPORT | 0.064758 | 0.010528 | 6.151109 | 0.0000 |
| DLREVENUE | -0.236554 | 0.063658 | -3.716043 | 0.0002 |
| D01 | -0.076461 | 0.037519 | -2.037930 | 0.0417 |
| OWN | 0.160407 | 0.046584 | 3.443361 | 0.0006 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.946427 | Mean dependent var | 10.04854 |
| Adjusted R-squared | 0.943817 | S.D. dependent var | 5.412402 |
| S.E. of regression | 0.348848 | Sum squared resid | 179.8651 |
| F-statistic | 362.6470 | Durbin-Watson stat | 0.628268 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.865023 | Mean dependent var | 6.989343 |
| Sum squared resid | 186.8546 | Durbin-Watson stat | 0.625235 |

Ek.4. Model (4)

Dependent Variable: DLLABOR

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 07/24/19 Time: 17:23

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1551

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 4.423745 | 0.193328 | 22.88212 | 0.0000 |
| DLSALE | 0.316068 | 0.062925 | 5.022934 | 0.0000 |
| DLEXPORT | 0.069805 | 0.010841 | 6.439279 | 0.0000 |
| DLREVENUE | -0.220570 | 0.062467 | -3.530993 | 0.0004 |
| D01*OWN | -0.086496 | 0.047756 | -1.811213 | 0.0703 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.946557 | Mean dependent var | 10.04367 |
| Adjusted R-squared | 0.943992 | S.D. dependent var | 5.499056 |
| S.E. of regression | 0.350658 | Sum squared resid | 181.8595 |
| F-statistic | 368.9491 | Durbin-Watson stat | 0.601892 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.863387 | Mean dependent var | 6.989343 |
| Sum squared resid | 189.1193 | Durbin-Watson stat | 0.616594 |

Ek.5. Model (5)

Dependent Variable: DLLABOR

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 07/24/19 Time: 17:44

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1551

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 4.405137 | 0.191586 | 22.99295 | 0.0000 |
| DLSALE | 0.324496 | 0.062937 | 5.155888 | 0.0000 |
| DLEXPORT | 0.070653 | 0.010578 | 6.678949 | 0.0000 |
| DLREVENUE | -0.229291 | 0.062885 | -3.646182 | 0.0003 |
| D08 | -0.038257 | 0.018737 | -2.041734 | 0.0414 |
| OWN | 0.173523 | 0.047046 | 3.688391 | 0.0002 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.946237 | Mean dependent var | 10.06392 |
| Adjusted R-squared | 0.943618 | S.D. dependent var | 5.496442 |
| S.E. of regression | 0.350136 | Sum squared resid | 181.1953 |
| F-statistic | 361.2905 | Durbin-Watson stat | 0.621675 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.864069 | Mean dependent var | 6.989343 |
| Sum squared resid | 188.1751 | Durbin-Watson stat | 0.620121 |

Ek.6. Model (6)

Dependent Variable: DLLABOR

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 07/24/19 Time: 17:50

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1551

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 4.419026 | 0.195730 | 22.57714 | 0.0000 |
| DLSALE | 0.323089 | 0.061803 | 5.227765 | 0.0000 |
| DLEXPORT | 0.069956 | 0.010889 | 6.424304 | 0.0000 |
| DLREVENUE | -0.227445 | 0.061385 | -3.705217 | 0.0002 |
| D08*OWN | 0.037836 | 0.039632 | 0.954681 | 0.3399 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.946296 | Mean dependent var | 10.02866 |
| Adjusted R-squared | 0.943718 | S.D. dependent var | 5.479203 |
| S.E. of regression | 0.350529 | Sum squared resid | 181.7252 |
| F-statistic | 367.0571 | Durbin-Watson stat | 0.599560 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.863333 | Mean dependent var | 6.989343 |
| Sum squared resid | 189.1932 | Durbin-Watson stat | 0.615382 |

Ek.7. Model (7)

Dependent Variable: DLSALE

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 07/28/19 Time: 17:51

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1407

Wansbeek and Kapteyn estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -0.027926 | 0.070130 | -0.398198 | 0.6905 |
| DLLABOR | 0.031018 | 0.010697 | 2.899845 | 0.0038 |
| DLREVENUE | 0.992734 | 0.003847 | 258.0537 | 0.0000 |
| DLBALANCE | -0.009472 | 0.005091 | -1.860433 | 0.0630 |
| D01 | 0.009079 | 0.005566 | 1.631064 | 0.1031 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 0.176297 | 0.6709 |
| Idiosyncratic random | | 0.123482 | 0.3291 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.994333 | Mean dependent var | 2.921340 |
| Adjusted R-squared | 0.994317 | S.D. dependent var | 1.651322 |
| S.E. of regression | 0.123375 | Sum squared resid | 21.34027 |
| F-statistic | 61501.07 | Durbin-Watson stat | 0.475458 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.987326 | Mean dependent var | 19.24094 |
| Sum squared resid | 64.04948 | Durbin-Watson stat | 0.214371 |

Ek.8. Model (8)

Dependent Variable: DLSALE

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 07/28/19 Time: 18:52

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1407

Wansbeek and Kapteyn estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -0.016390 | 0.070607 | -0.232126 | 0.8165 |
| DLLABOR | 0.030067 | 0.010575 | 2.843169 | 0.0045 |
| DLREVENUE | 0.992336 | 0.004045 | 245.3542 | 0.0000 |
| DLBALANCE | -0.009236 | 0.005149 | -1.793861 | 0.0731 |
| D01*OWN | -0.083200 | 0.026862 | -3.097313 | 0.0020 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 0.175692 | 0.6697 |
| Idiosyncratic random | | 0.123394 | 0.3303 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.994342 | Mean dependent var | 2.929119 |
| Adjusted R-squared | 0.994325 | S.D. dependent var | 1.651431 |
| S.E. of regression | 0.123287 | Sum squared resid | 21.30992 |
| F-statistic | 61591.92 | Durbin-Watson stat | 0.473004 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.987385 | Mean dependent var | 19.24094 |
| Sum squared resid | 63.74901 | Durbin-Watson stat | 0.214063 |

Ek.9. Model (9)

Dependent Variable: DLSALE

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 07/28/19 Time: 18:58

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1407

Wansbeek and Kapteyn estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -0.027434 | 0.068064 | -0.403056 | 0.6870 |
| DLLABOR | 0.029654 | 0.010601 | 2.797278 | 0.0052 |
| DLREVENUE | 0.993804 | 0.003596 | 276.3407 | 0.0000 |
| DLBALANCE | -0.010022 | 0.004981 | -2.011979 | 0.0444 |
| D08 | -0.022305 | 0.005019 | -4.444557 | 0.0000 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 0.176204 | 0.6711 |
| Idiosyncratic random | | 0.123359 | 0.3289 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.994344 | Mean dependent var | 2.919988 |
| Adjusted R-squared | 0.994328 | S.D. dependent var | 1.651303 |
| S.E. of regression | 0.123253 | Sum squared resid | 21.29807 |
| F-statistic | 61623.13 | Durbin-Watson stat | 0.476027 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.987338 | Mean dependent var | 19.24094 |
| Sum squared resid | 63.98582 | Durbin-Watson stat | 0.214382 |

Ek.10. Model (10)

Dependent Variable: DLSALE

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 07/28/19 Time: 19:04

Sample: 1995 2017

Periods included: 23

Cross-sections included: 68

Total panel (unbalanced) observations: 1407

Wansbeek and Kapteyn estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -0.021755 | 0.068132 | -0.319311 | 0.7495 |
| DLLABOR | 0.030154 | 0.010516 | 2.867562 | 0.0042 |
| DLREVENUE | 0.993073 | 0.003801 | 261.2954 | 0.0000 |
| DLBALANCE | -0.009804 | 0.005015 | -1.954984 | 0.0508 |
| D08*OWN | -0.049388 | 0.024904 | -1.983113 | 0.0475 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 0.175962 | 0.6702 |
| Idiosyncratic random | | 0.123444 | 0.3298 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.994337 | Mean dependent var | 2.925894 |
| Adjusted R-squared | 0.994321 | S.D. dependent var | 1.651386 |
| S.E. of regression | 0.123338 | Sum squared resid | 21.32744 |
| F-statistic | 61539.90 | Durbin-Watson stat | 0.474496 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.987355 | Mean dependent var | 19.24094 |
| Sum squared resid | 63.90057 | Durbin-Watson stat | 0.214375 |