



**T.C.
BOLU ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

**YABANCI YATIRIM, FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK
BÜYÜME İLİŞKİSİ**

DOKTORA TEZİ

ERKAN USTAOĞLU

TEMMUZ 2020



**T.C.
BOLU ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

YABANCI YATIRIM, FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK

BÜYÜME İLİŞKİSİ

DOKTORA TEZİ

**Hazırlayan
Erkan USTAOĞLU**

**Danışman
Prof. Dr. Sadık ÇUKUR**

BOLU 2020

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE,

Erkan USTAOĞLU'na ait “YABANCI YATIRIM, FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ” adlı çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalında **doktora tezi** olarak oy birliğiyle / oy çokluğuyla kabul edilmiştir.

21.07.2020

Unvan, Adı, Soyadı

İmza

Üye (Tez Danışmanı)	: Prof. Dr. Sadık ÇUKUR	
Üye	: Prof. Dr. Mehmet ERYİĞİT	
Üye	: Dr. Öğr. Üyesi Erdoğan KOTİL	
Üye	: Doç. Dr. Sibel FETTAHOĞLU	
Üye	: Doç. Dr. Gülfen TUNA	

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Onayı

Prof. Dr. Osman GÖRÜR

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürü

ETİK UYGUNLUK BEYANI

Doktora Tezi olarak sunduğum, “**YABANCI YATIRIM, FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ**” başlıklı çalışmanın yazılmasında, bilimsel ve etik kurallara uyulduğunu, başvuru kaynaklardan yapılan alıntılarının adlarının bilimsel kurallara uygun olarak metin içinde, dipnotlarda ve kaynaklarda gösterildiğini, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin tamamının ya da bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitede bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Erkan USTAOğLU

21.07.2020

ÖN SÖZ

Doktora çalışmam boyunca bilgi, deneyim, yardım ve desteklerini hiçbir zaman benden esirgemeyen, değerli katkılarıyla beni yönlendiren, öğrendiğim birçok şeyi kendisine borçlu olduğum ve akademik hayatım süresince kendisine layık bir akademisyen olmaya çalışacağım kıymetli danışman hocam Prof.Dr. Sadık ÇUKUR’a, teşekkürlerimi ve minnetlerimi sunarım.

Görüş, bilgi ve tecrübelerinden sıklıkla yararlandığım, bana bu çalışmada eleştiri ve önerileri ile destekte bulunan ve yardımlarını hiç bir zaman esirgemeyen bölümümüzün öğretim üyelerinden değerli hocalarım Prof.Dr. Mehmet ERYİĞİT ve Prof.Dr. Ümit GÜMRAH’a, teşekkür ederim.

Hayatımın her aşamasında sonsuz desteklerinden yararlandığım aileme ve özellikle hakkını ödeyemeyeceğim ablam Dr.Öğr.Üyesi Müge USTAOĞLU’na, sağladığı destek ve güveniyle hayatımı kolaylaştıran sevgili eşim Buse USTAOĞLU’na, teşekkürlerimi sunarım.

Erkan USTAOĞLU

21.07.2020

ÖZET

YABANCI YATIRIM, FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Erkan USTAOĞLU

Doktora Tezi

İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Profesör Dr. Sadık ÇUKUR

Temmuz 2020, 171 + xv Sayfa

Araştırmanın amacı, yabancı yatırımların (doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları) ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki olası etkilerini incelemektir. Ayrıca yabancı yatırım ve finansal gelişmeden farklı olarak ekonomik büyümeyi etkileyen faktörlerin neler olduğu, farklı gelir seviyelerine göre sınıflandırılmış ülkelerde ve farklı dönemlerde bu etkilerin nasıl değiştiği araştırılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda 133 ülkenin 1990-2017 yılları arasına ait veriler, dinamik panel veri tahmincisi olan Arellano ve Bover/ Blundell ve Bond'un geliştirdiği sistem genelleştirilmiş momentler yöntemi ve Hayes'in geliştirdiği çoklu aracılık analizi kullanılarak araştırılmıştır.

Çalışmanın sonuçları doğrultusunda, doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımları ve finansal gelişme ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Ancak doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi artırması için ülkede belirli bir finansal gelişmişlik seviyesi gereklidir. Ayrıca finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde doğrusal olmayan “ters-U” şeklinde etkisi tespit edilmiştir. Finansal gelişme belli bir seviyeye kadar büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir. Bu seviyeyi aştıktan sonra, finansal gelişmedeki artışın büyüme üzerinde olumsuz etkisi vardır. Çalışmada ülkeler gelir seviyesine göre ayrıldığında, doğrudan yabancı yatırım, orta-yüksek ve orta-düşük gelir grubuna ait ülkelerde istatistiksel olarak ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyüme üzerindeki etkisi yüksek ve düşük gelir grubuna ait ülkelerde istatistiksel olarak anlamsızdır. Yabancı portföy yatırımları ise sadece yüksek gelir grubuna ait ülkelerde istatistiksel olarak ekonomik büyümeyi artırmaktadır.

Ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımlar, finansal piyasaları ve yerli yatırımları etkileyerek ekonomik büyümeyi dolaylı olarak da artırdığı tespit edilirken, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde her hangi bir dolaylı etkisi söz konusu değildir. Yabancı portföy yatırımları finansal piyasalar aracılığı ile ekonomik büyümeye destek vermektedir. Doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi artırdığından, yabancı yatırımlarının ülkeye girişini etkileyen faktör önem kazanmaktadır. Ekonomik büyüme oranı fazla olan, finansal gelişmişlik düzeyi yeterli olan ve ticari açıklık düzeyi fazla olan ülkeler daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekecektir. Benzer doğrultuda ekonomik büyüme oranı fazla olan ve finansal gelişme düzeyi yeterli olan ülkeler daha fazla portföy yatırımı çekecektir. Ancak makroekonomik istikrarın bir göstergesi olan döviz kuru ise ülkeye giren yabancı portföy yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.

Anahtar Kelimeler: Doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımları, finansal gelişme, ekonomik büyüme, GMM

ABSTRACT

THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN INVESTMENT, FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH

Erkan USTAOĞLU

PhD Thesis

Department of Business Administration

Advisor: Professor Dr. Sadık ÇUKUR

July 2020, 171 + xv Pages

The aim of this study is to examine the possible effects of foreign investments (foreign direct investment and foreign portfolio investments) and financial development on economic growth. Also, the factors affecting economic growth different from foreign investment and financial development are investigated and how these effects change in different periods and countries classified according to different income levels. For the purpose of the study, the data of 133 countries between 1990 and 2017 were investigated using the system generalized moments method developed by Arellano and Bover / Blundell and Bond, the dynamic panel data estimator and Hayes' multiple mediation analysis.

According to the results of the study, foreign direct investment, foreign portfolio investments and financial development increase economic growth. However, a certain level of financial development in the country is necessary to increase economic growth in foreign direct investments and foreign portfolio investments. Also, the non-linear “inverse-U” effect of financial development on economic growth was determined. Financial development has a positive impact on growth to a certain extent. After exceeding this level, the increase in financial development has a negative effect on growth. In the study, when the countries are separated by income level, it is concluded that foreign direct investment increases economic growth statistically in middle-high and middle-low income countries. However, the effect of direct foreign investment on economic growth is statistically insignificant in high-income and low-income countries. Foreign portfolio investments increase economic growth statistically only in high-income countries.

Foreign direct investments entering the country are found to indirectly increase economic growth by affecting financial markets and domestic investments, while there is no indirect effect of foreign portfolio investments on economic growth. Foreign portfolio investments support economic growth through financial markets. As foreign direct investment and foreign portfolio investments increase economic growth, the factor affecting the entry of foreign investments into the country becomes important. Countries with a surplus economic growth rate, a sufficient level of financial development, and a higher level of trade openness will attract more foreign direct investment. Similarly, countries with a high economic growth rate and a sufficient level of financial development will attract more portfolio investments. However, the exchange rate, which is an indicator of macroeconomic stability, negatively affects foreign portfolio investments entering the country.

Keywords: Foreign direct investment, foreign portfolio investment, financial development, economic growth, GMM

İÇİNDEKİLER

ONAY SAYFASI.....	ii
ETİK UYGUNLUK BEYANI.....	iii
ÖN SÖZ	iv
ÖZET	v
ABSTRACT.....	vii
İÇİNDEKİLER.....	ix
TABLolar LİSTESİ	xii
ŞEKİL VE GRAFİKLER LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xv
 GİRİŞ.....	 1
 I. BÖLÜM.....	 5
1. EKONOMİK BÜYÜME, FİNANSAL GELİŞME VE YABANCI YATIRIMLAR.....	5
1.1. Ekonomik Büyüme	5
1.1.1. Ekonomik Büyümenin Tanımı ve Ölçülmesi	5
1.1.2. Ekonomik Büyümenin Kaynakları	8
1.1.2.1. İşgücü- İnsan Sermayesi	8
1.1.2.2. Fiziki Sermaye	8
1.1.2.3. Teknoloji	9
1.1.2.4. Girişimcilik	10
1.1.2.5. Kurumsal Yapı	10
1.1.2.6. Yönetim Politikaları.....	10
1.1.3. Ekonomik Büyüme Teorileri	11
1.1.3.1. Neoklasik Büyüme Modeli	11
1.1.3.2. İçsel Büyüme Modeli.....	12
1.1.4. Ekonomik Büyüme ve Kalkınma.....	14
1.2. Finansal Gelişme.....	15
1.2.1. Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi	19
1.2.2. Ekonomik Büyüme Teorilerinde Finansal Gelişmenin Yeri	20
1.3. Yabancı Yatırımlar	21

1.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	23
1.3.1.1. Ülkeye Giriş Şekillerine Göre Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	24
1.3.1.2. Ülkeye Giriş Amaçlarına Göre Doğrudan Yabancı Yatırımlar	26
1.3.1.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri	34
1.3.1.4. Doğrudan Yabancı Yatırımların Etkileri	37
1.3.1.5. Doğrudan Yabancı Yatırım Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	41
1.3.2. Yabancı Portföy Yatırımları	42
1.3.2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar	44
1.3.2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri	46
1.3.2.3. Yabancı Portföy Yatırımlarının Etkileri	49
1.3.2.4. Yabancı Portföy Yatırımları Ekonomik Büyüme İlişkisi	50
II. BÖLÜM	52
2. YABANCI YATIRIM, FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI.....	52
2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım ile Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	52
2.2. Yabancı Portföy Yatırımları ile Ekonomik Büyüme İlişkisi	71
2.3. Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi	75
2.4. Doğrudan Yabancı Yatırım, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi	81
2.5. Yabancı Portföy Yatırımları, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi.....	86
III. BÖLÜM.....	88
3. YABANCI YATIRIMLARIN VE FİNANSAL GELİŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ.....	88
3.1. Araştırmanın Amacı.....	88
3.2. Araştırma Yöntemi	88
3.2.1.1. Panel Veri Analizi ve Dinamik Panel Veri Modelleri	88
3.2.1.2. Araç Değişkenleri Yöntemi	91
3.2.1.3. Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi	92
3.2.1.4. Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi	94
3.2.2. Çoklu Aracılık Analizi.....	96
3.3. Araştırma Modeli ve Veri Seti.....	97
3.4. Araştırmanın Bulguları	112
3.4.1. Tanımlayıcı İstatistikler	113
3.4.2. Sistem-GMM Tahmin Bulguları.....	114
3.4.3. Çoklu Aracı Model Analiz Bulguları.....	131

IV. BÖLÜM.....	135
4. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	135
KAYNAKLAR	140



TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1: Sürdürülebilir ekonomik büyüme için yapılması gerekenler	11
Tablo 1.2: Finansal gelişme göstergeleri	17
Tablo 1.3: Doğrudan yabancı yatırımın belirleyicileri	35
Tablo 1.4: UNCTAD'a göre doğrudan yabancı yatırımın belirleyicileri	35
Tablo 2.1: DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşan çalışmalar	54
Tablo 2.2: DYY ile ekonomik büyüme ilişkisini nedensellik testleri ile araştıran çalışmalar	58
Tablo 2.3: DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ülke gruplarına göre araştıran çalışmalar	61
Tablo 2.4: DYY'nin ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi için bazı koşulların gerektiğini savunan çalışmalar	64
Tablo 2.5: DYY'nin ekonomik büyümeye üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşan çalışmalar	68
Tablo 2.6: DYY'nin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşan çalışmalar	70
Tablo 2.7: YPY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşan çalışmalar	72
Tablo 2.8: YPY'nin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşan çalışmalar	74
Tablo 2.9: YPY'nin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşan çalışmalar	74
Tablo 2.10: Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşan çalışmalar	77
Tablo 2.11: Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan ilişkiyi araştıran çalışmalar	79
Tablo 2.12: DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran çalışmalar	82
Tablo 2.13: DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini finansal gelişmenin eşik değeri ile araştıran çalışmalar	84

Tablo 2.14: DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini nedensellik testleriyle araştıran çalışmalar	85
Tablo 2.15: YPY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran çalışmalar	87
Tablo 3.1: Gelir seviyelerine göre ülke grupları	98
Tablo 3.2: Model-1’de kullanılan değişkenler ve teorik olarak beklenen etkileri	106
Tablo 3.3: Model-2’de kullanılan değişkenler ve teorik olarak beklenen etkileri	111
Tablo 3.4: Tanımlayıcı İstatistikler	113
Tablo 3.5: Model-1 analiz sonuçları	115
Tablo 3.6: Lind ve Mehlum’un “U shaped test” sonuçları	117
Tablo 3.7: Farklı dönemlerde yabancı yatırımların ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	121
Tablo 3.8: Farklı gelir gruplarında yabancı yatırımların ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisi	125
Tablo 3.9: Model-2 analiz sonuçları	129
Tablo 3.10: Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi	131
Tablo 3.11: Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi	133

ŞEKİL VE GRAFİKLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Finansal sistem üzerinden fon akışı	16
Şekil 1.2: Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi	20
Şekil 3.1: Çoklu aracı etki modeli	97
Şekil 3.2: Yabancı yatırım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi	100
Şekil 3.3: Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi	112
Şekil 3.4: Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi ..	132
Şekil 3.5: Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi	133
Grafik 1.1: Dünyada yabancı sermaye akımları	22
Grafik 1.2: Dünyada yabancı sermaye akımları (değişim olarak).....	22
Grafik 1.3: Uluslararası portföy çeşitlendirme etkisi	48
Grafik 3.1: Finansal gelişme seviyesine bağlı olarak DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	119
Grafik 3.2: Finansal gelişme seviyesine bağlı olarak YPY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	119

KISALTMALAR LİSTESİ

2SLS	: İki Aşamalı En Küçük Kareler
3SLS	: Üç Aşamalı En Küçük Kareler
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Ar-Ge	: Araştırma ve Geliştirme
DOLS	: Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
ECM	: Hata Düzeltme Modeli
EKK	: En Küçük Kareler Yöntemi
FMOLS	: Düzeltilmiş En Küçük Kareler Yöntemi
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütünün
PCA	: Temel Bileşenler Analizi
SEM	: Eşanlı Denklemler Sistemi
Sistem-GMM	: Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
SNA	: Ulusal Hesaplar Sistemi
SUR	: Görünürde İlişkisiz Regresyon
TL	: Türk Lirası
Tüfe	: Tüketici Fiyat Endeksi
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
UNDP	: Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı
UVEC	: Kısıtsız Hata Düzeltme Modeli
VAR	: Vektör Otoregresyon
VECM	: Vektör Hata Düzeltme Modeli
VW	: Volkswagen
YPY	: Yabancı Portföy Yatırımları

GİRİŞ

Uzun dönemli sürdürülebilir ekonomik büyüme ülkelerin temel amaçlarındandır. Bu yüzden ülkeler ekonomik büyümeye önem vermekte ve ekonomik büyümeyi artırmak için politikalar uygulamaktadır. Yabancı yatırımlar ve finansal gelişme ülkelerin bu amaçlarını gerçekleştirmesinde önemli bir yere sahip olduğundan, yabancı yatırım (doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler her geçen gün daha fazla önem kazanmaktadır.

Ülkelerin ekonomik olarak büyümelerinde yatırımlar şüphesiz önem taşımaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarından biri yeterli sermaye birikimine sahip olmadıklarından ekonomik büyüme sağlayamamalarıdır. Bu ülkeler sermaye eksikliğini borç alarak veya ülkeye girecek yabancı sermaye ile aşmak isterler. Borçsuz finansman kaynağı olan yabancı yatırımlar, ekonomik büyümenin motoru olarak adlandırılan sermaye birikimini sağlayarak ekonomik büyümeye katkı sağlar.

1980'den sonra başlayan finansal serbestleşme uygulamaları ile sermaye hareketleri üzerindeki denetim ve kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bu uygulamalar sermayenin küreselleşmesini sağlayarak, özellikle 1990'dan sonra uluslararası sermaye hareketliliği net bir şekilde artmıştır. Bu uluslararası sermaye hareketlerinin temelini doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları oluşturur. Doğrudan yabancı yatırım, bir firma üretim tesisini ülke sınırları dışına yaymak için ana merkezin bulunduğu ülke dışındaki yerlerde, ana merkezin kontrolü ve denetiminde kalıcı kâr elde etmek için yaptığı yerleşik yatırımlar olarak tanımlanabilir (IMF, 2002: 9; Seyidoğlu, 2015: 649). Yabancı portföy yatırımları ise, yabancı piyasalardaki menkul kıymetlere yapılan yatırımlardır (IMF, 2009: 110). Doğrudan yabancı yatırım ile yabancı portföy yatırımları arasındaki en temel farklılık yönetime katılma ve denetim üzerinedir. Doğrudan yabancı yatırımda hisselerin % 10 veya daha fazlasına sahip olarak yönetime katılma ve uzun dönemli ilgi söz konusudur. Portföy yatırımlarındaki amaç kısa sürede yüksek kazanç elde etmektir.

Doğrudan yabancı yatırımlar gittiği ülkeye sermaye sağlamanın yanında, ileri teknoloji, know-how, yeni üretim yöntemleri, pazarlama ve yönetim tekniklerini de

beraberinde götürür. Doğrudan yabancı yatırım, ülkedeki sermaye birikimini artırarak, istihdamı etkileyerek, altyapı ve kurumların gelişmesine katkı sağlayarak, elindeki ileri teknolojiyi transfer ederek, ülkedeki insan sermayesini dolaylı olarak geliştirerek ve pozitif dışsallıklar ile ekonomik büyümeye katkı sağlar (Borensztein v.dğ., 1998: 134-135; De Mello, 1999: 134; Zhang, 2001: 177; Herzer v.dğr., 2008:794). Gelişmekte olan ülkeler yaşadığı sermaye eksikliği ve doğrudan yabancı yatırımın beraberinde getireceği faydalar nedeniyle yabancı sermayeye gelişmiş ülkelere daha fazla ihtiyaç duyarlar. Gelişmekte olan ülkeler bu yatırımları ülkelere çekebilmek için politik düzenlemeler ve ekonomik teşviklerle küresel bir yarış içerisinde. Doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi literatürde inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda elde edilen sonuçlar genellikle doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi artırdığı yönündedir. Ancak bazı çalışmalarda doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi veya bu pozitif etkiyi artırması, ülkelerin; finansal gelişme seviyesine, insan sermayesi stokuna, ticari açıklık seviyesine, yerli yatırımların tamamlayıcılık etkisine, alt yapı kalitesine ve kurumsal kalitesine bağlı olduğuna ulaşılmıştır.

Yabancı portföy yatırımları girdikleri ülkeye bir çok fayda sağlar. İlk olarak, gelen yabancı portföy yatırımı ülkedeki sermaye birikimini artırarak ekonomik büyümeye neden olur. Ayrıca yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi sermaye piyasaları kanalı ile de gerçekleştirebilir. Yabancı portföy yatırımları, sermayenin tahsis verimliliğini artırıcı etki yaparak, kaynak fazlası olan düşük getiriye sahip ülkelere, kaynak ihtiyacı olan yüksek getiriye sahip ülkelere kaynak akışına sebep olur. Bu durum kaynak ihtiyacı olan ülkelere sermaye maliyetini azaltarak yatırım ve çıktı miktarını artırarak ekonomik büyümeye katkı sağlar (Pal, 2006: 3). Yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümenin yanında, girdikleri ülkede döviz girdisi sağlayarak, ülkedeki döviz baskısının önüne geçer. Yabancı portföy yatırımlarının diğer önemli bir etkisi, yerel piyasalara olan etkisidir. Yabancı portföy yatırımlarının ev sahibi ülkede fiyat/kazanç oranını artırıcı etkisi vardır. Artan fiyat/kazanç oranı, sermaye maliyetini azaltıcı etki yaparak ülkedeki birçok şirketi yeni hisse senetleri çıkarmaları için teşvik eder. Böylelikle borsanın gelişmesi ve değerlendirilmesi sağlanacaktır (Pal, 2006: 3; Shanab, 2017: 1470). Bu faydaların yanında yabancı portföy yatırımları uluslararası piyasalara entegrasyon sağlayarak hükümetlerin kötü politikalar üretmelerini sınırlandırmaktadır (Feldstein, 2000: 1). Yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomilerine bahsettiğimiz bu faydaları olmasına rağmen, ülke ekonomilerine olası zararları da göz ardı edilmemelidir. Yabancı portföy yatırımları yüksek oynaklığa sahip olduklarından ülkede meydana gelen olumsuz gelişme veya beklentilerden etkilenir ve

ülkeyi kolayca terk edebilir (Erdoğan, 2016: 192). Bu durum döviz rezervlerini eriterek dış borç ödemelerinde kriz ortaya çıkmasına veya mevcut olan krizin daha da büyümesine yol açabilir (Agarwal, 1997: 218-219; Seyidoğlu, 2015: 669). Ülkeler yabancı portföy yatırımlarının oynak yapılarından kaynaklı olumsuzlukları, sabit döviz kuru, düşük enflasyon, yüksek borsa performansı, artan sanayi üretimi ve artan doğrudan yabancı yatırımlar ile azaltabilirler (Wagas v.dğr., 2015: 66-67). Literatürde yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye üzerindeki etkilerini inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Elde edilen sonuçlar neticesinde yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi konusunda net bir fikir birliği sağlanamamıştır. Ancak yabancı portföy yatırımlarının olumsuz etkilerden etkilenmeyip, ekonomik büyümeyi artırmaları için ülkelerin gelişmiş finansal sisteme ihtiyacı olduğu sonucuna ulaşan çalışmalar bir hayli fazladır (Durham, 2003: 1-35; Durham, 2004: 285-306; Choong v.dğr., 2010: 107-117; Wagas v.dğr., 2015: 66-67).

Finansal sistem en basit tanımıyla, fon fazlası olan ekonomik birimler ile fon ihtiyacı olan ekonomik birimleri bir araya getiren ve bu birimler arasındaki fon akışını sağlayan sistemdir. Bu özelliklerinden dolayı finansal piyasalar ve finansal araçlardan oluşan ve iyi işleyen bir finansal sistem ekonomi için çok önemlidir. Finansal sistemin beş temel fonksiyonu vardır; (i) olası yatırımlar hakkında bilgi üretmek ve elde edilen bu bilgileri işleyerek sermaye tahsis etmek, (ii) artan ürün çeşitliliği sayesinde tasarruf sahiplerinin daha çok tasarruf yapmasına olanak sağlamak ve sisteme giren tasarrufların da sermaye olarak dağıtılmasında aracılık yapmak, (iii) kaynak sağladığı yatırımcıları izleyerek projelerin etkin çalışıp çalışmadığını gözlemlemek, (iv) hem tasarruf sahipleri açısından hem de yatırımcılar açısından sunduğu ürün çeşitliliği ile riski çeşitlendirme imkânı sağlamak ve (v) mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırmak. Finansal gelişme, finansal sistemin bu beş temel fonksiyonundaki iyileşmeler olarak tanımlanabilir. İyi işleyen finansal sistem, küçük sermaye birikimlerini büyük yatırımlara yönlendirerek, çeşitlendirme ile riskleri minimize ederek, uygulama ve bilgi maliyetlerini azaltarak, kaynakların yönetilmesini izleyerek ve bu sayede sağladığı kaynakları daha verimli kullanılmasını sağlayarak ekonomik büyümeye katkı sağlar (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 26). Levine finansal gelişmenin, iyi işleyen finansal piyasa ve aracı kurumlar ile piyasa aksaklıklarını (bilgi edinme ve işlem maliyetlerini) azaltarak, sermaye birikimi sağlayarak ve teknolojik gelişmeye sebep olarak ekonomik büyümeyi artırabileceğini ifade etmiştir. Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran birçok çalışma vardır. Genel olarak bu çalışmalarda Levine'nin (2003: 31-46) "more finans, more growth" teorisi ile tutarlı sonuçlar elde edilmiştir. Levine'ne (2003: 31-46) göre, finansal gelişmeyi ne kadar artırırsanız ekonomik büyüme de o kadar artacaktır.

Son yapılan çalışmalarda Levine'nin (2003: 31-46) “daha fazla finans, daha fazla büyüme” (more finans, more growth) teorisinin geçerli olmadığı, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan ilişkinin varlığını ortaya koyan çalışmalar yapılmıştır.

Araştırmanın amacı, yabancı yatırımların (doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı) ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki olası etkilerini incelemektir. Ayrıca yabancı yatırım ve finansal gelişmeden farklı olarak ekonomik büyümeyi etkileyen faktörlerin neler olduğu, farklı gelir seviyelerine göre sınıflandırılmış ülkelerde ve farklı dönemlerde bu etkilerin nasıl değiştiği araştırılmıştır. Çalışmanın amacı doğrultusunda 133 ülkenin 1990-2017 yılları arasına ait veriler, dinamik panel veri tahmincisi olan Arellano ve Bover/ Blundell ve Bond'un geliştirdiği sistem genelleştirilmiş momentler (Sistem-GMM) tahmincisi ve Hayes'in geliştirdiği çoklu aracılık analizi kullanılarak araştırılmaktadır.

Yabancı yatırım (DYY ve YPY), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin inceleneceği bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümünde ekonomik büyüme, doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımları ve finansal gelişme arasındaki ilişkilerin kuramsal temelleri ele alınmıştır. İkinci bölümde yabancı sermaye yatırımları (DYY ve YPY), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen ampirik literatür ele alınmaktadır. Yapılan çalışmalar beş bölüme ayrılarak incelenmiştir. İlk olarak yabancı sermaye (DYY ve YPY) ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalara ve son olarak da yabancı sermaye (DYY ve YPY), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Üçüncü bölümde araştırmanın amacı, kullanılan yöntemler, veri seti ve model tanımlanmış ve elde edilen bulgular sunulmuştur. Dördüncü bölümde ortaya çıkan sonuçlar mevcut teoriler çerçevesinde değerlendirilmiş ve önerilerde bulunulmuştur.

I. BÖLÜM

1. EKONOMİK BÜYÜME, FİNANSAL GELİŞME VE YABANCI YATIRIMLAR

1.1. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme, ülkenin makroekonomik politikalarının başında gelen ekonominin temel konularından biridir. İyi işleyen ekonominin en önemli göstergesi sürdürülebilir ekonomik büyüme oranıdır. Bu yüzden ülkeler ekonomik büyümeye önem vermekte ve ekonomik büyümeyi artırmak için çalışmalar yapmaktadır. Bu bölümde; ekonomik büyüme kavramı ile ilgili bilgiler, ekonomik büyümenin belirleyicileri, neoklasik ve içsel büyüme modelleri üzerinde durulacaktır.

1.1.1. Ekonomik Büyümenin Tanımı ve Ölçülmesi

Ekonomik büyüme, en genel anlamda bir dönemde üretilen nihai mal ve hizmetlerin artması veya bir ekonomideki kişi başına düşen gayri safi yurt içi hâsıladaki artışlar olarak tanımlanır (Gillis v.dğr., 1996: 7; Acemoğlu v.dğr., 2016: 140). Ekonomik büyüme kısa dönemde gerçekleşen değişimlerden ziyade, uzun dönemli dinamik bir süreçtir (Taban, 2016: 1). Kısa dönemde üretim miktarındaki değişimlerin birçok sebebi olabilir. Bu değişimler temelde toplam talepteki değişimlerden kaynaklanır ve kısa dönemli üretimde meydana gelen değişimler, konjonktürel dalgalanmalar olarak adlandırılır (Berber ve Bocutoğlu, 2016: 178).

Nihai mal ve hizmet üretimi zaman içinde iki nedenden dolayı artar. Birincisi tam istihdam ortamında üretim faktörlerinin artması, ikincisi ise tam istihdam altında kullanılan üretim faktörlerinin verimliliğinin artmasıdır (Dornbusch ve Fisher, 1998: 12; Taban, 2016: 3). Belirli bir dönemde bir ülkede üretilen nihai mal ve hizmetlerin piyasa değeri olan gayri safi yurt içi hâsıla (GSYİH), ekonomik büyümenin en önemli göstergesidir (Dornbusch ve Fisher, 1998: 29; Kaynak, 2007: 51). Buradaki nihai kavramı çifte sayımı engellemek için vurgulanmaktadır. Örneğin, bir araba üreticisinin kendisi için ara mal olan lastiklere ihtiyaç duyduğunu ve bu lastikler için 1000 TL ödediğini varsayalım. Arabanın değeri lastiklerle beraber 100.000 TL+1000 TL değil 100.000 TL olacaktır. Çünkü arabanın fiyatı bütün parçaların fiyatını zaten

yansıtmaktadır. Hem araba üreticilerine satılan lastikleri, hem de tüketicilere satılan araç değerini GSYİH içinde saymak çifte sayıma neden olur (Case v.dğr., 2011: 418).

GSYİH; hem ülke vatandaşların üretimini, hem de ziyaretçilerin üretimini kapsar. GSYİH'den bahsedebilmek için gayri safi milli hâsıla (GSMH) kavramını açıklamak gerekmektedir. GSMH, üretimin nerede yapıldığından bağımsız olarak, ülke vatandaşları tarafından belirli dönemde üretilmiş nihai mal ve hizmetlerin değeridir (Begg v.dğr., 1994: 534-535; Case v.dğr., 2011: 419). GSMH ile GSYİH arasındaki temel fark, yabancıların kazandıkları gelirlerdir. Bu kavramları bir örnekle açıklamak gerekirse; Londra'da çalışan Türk işçinin kazandığı gelir, Türkiye'nin GSYİH'sinin bir parçası olmamakla birlikte Londra'nın GSYİH'sinin bir parçası olacaktır. Ancak aynı gelir Türkiye'nin GSMH'sinin parçası olacaktır (Acemoğlu v.dğr., 2016: 102).

$$GSMH = GSYİH + Net dış faktör geliri \quad (1.1)$$

Denklem (1.1)'deki dış faktör geliri; işçi dövizleri, yurt dışından elde edilen müteşebbis gelirleri, yurt dışındaki yatırımlardan elde edilen kâr transferleri ve yurt dışındaki yatırımlardan elde edilen faiz gelirlerini içerir. Net dış faktör geliri ise ülkeye giren ve ülkeden çıkan faktör gelirleri arasındaki fark olarak tanımlanır (Eğilmez, 2009: 71).

GSYİH üç farklı yöntemle hesaplanabilir. Bunlardan birincisi üretim yöntemi; bir dönemde üretilen nihai malların değerlerini esas alır. İkincisi harcama yöntemi; bir dönemde üretilen nihai mal ve hizmetlere yapılan toplam harcama miktarını esas alır. Son olarak gelir yöntemi ise bir dönemde üretime katılan üretim faktörleri karşılığında elde edilen ücret, faiz, rant ve kâr gelirlerini dikkate alır (Case v.dğr., 2011: 419-426; Berber ve Bocutoğlu, 2016: 23-26). Bu üç yöntemde de elde edilen GSYİH tutarları birbirine eşit olacaktır.

GSYİH tutarı, nominal ve reel olmak üzere iki şekilde ölçülür. Nominal GSYİH, belirli dönemde üretilen ürünlerin fiyatını cari fiyatlarla ölçer. Reel GSYİH tutarı ise sabit fiyatlarla ölçülür. Nominal GSYİH iki nedenden dolayı değişir. İlk olarak üretilen malların miktarının artması, ikinci olarak malların fiyatının artmasıdır. Yani üretim miktarı değişmezken, fiyat artarsa GSYİH artacaktır. Ancak bu artış GSYİH gerçek ölçüsü olmayacaktır. Bu durumu bir örnekle açıklamak gerekirse, birinci ve ikinci yılda tek bir x malı üretildiğini varsayalım. İlk yıl x malından 100 birim üretildiğini ve fiyatının da 10 TL olduğunu varsayalım, bu durumda nominal GSYİH tutarı 1.000 TL

(100x10) olacaktır. İkinci yılda yine 100 birim üretilen x malının fiyatı 15 TL olduğunu varsaydığımızda, nominal GSYİH tutarı 1.500 TL (100x15) olacaktır. Bu durumda GSYİH tutarı %50 artmış gibi gözükmektedir. Bu artış, fiyatlar genel seviyesindeki artıştan (enflasyon) kaynaklıdır. Bu yüzden büyüklük göstergesi olarak nominal GSYİH kullanılırsa yanılgıya düşme ihtimali yüksek olur (Dornbusch ve Fisher, 1998: 12; Case v.dğr., 2011: 426). Reel GSYİH sabit fiyatlarla hesaplandığı için, fiyatlardaki değişim etkisini yok ederek GSYİH'deki gerçek değişimleri görmemizi sağlar. Nominal GSYİH'den reel GSYİH'ye dönüşümde GSYİH deflatörü¹ ve tüketici fiyat endeksi (tüfe)² kullanılır. Reel GSYİH 1.2 nolu formüldeki gibi hesaplanır (Acemoğlu v.dğr., 2016: 106).

$$Reel\ GSYİH = \frac{Nominal\ GSYİH}{GSYİH\ deflatörü} \times 100, \quad Reel\ GSYİH = \frac{Nominal\ GSYİH}{Tüfe} \times 100 \quad (1.2)$$

(1.2)'deki iki denklem arasındaki en önemli fark, satın alınan mal sepetidir. GSYİH deflatörü yurt içinde üretilen mal sepetini içerirken, tüfe belirli bir tüketim malı sepetini içerir. Ancak reel GSYİH bireylerin yaşam standartları ve ülkeleri kıyaslayabilmek için uygun bir gösterge değildir. Bu kıyaslamaları yapabilmek için GSYİH'nin toplam nüfusa bölünmesi ile bulunan reel kişi başına düşen GSYİH kullanılmalıdır. Bir ekonomideki büyümeden tam anlamıyla bahsedebilmek için üretimdeki artışın nüfus artışından fazla olması yani reel kişi başı GSYİH'de bir artış olması beklenir (Yıldırım, 2011: 440; Acemoğlu v.dğr., 2016: 140). Reel kişi başı GSYİH (1.3) nolu ve reel kişi başı GSYİH'deki büyüme oranı (1.4) nolu denklemdeki gibi hesaplanır.

$$Reel\ kişi\ başına\ düşen\ GSYİH = \frac{Reel\ GSYİH}{Toplam\ Nüfus} \quad (1.3)$$

$$Büyüme\ oranı_{t,t+1} = \frac{y_{t+1} - y_t}{y_t} \quad (1.4)$$

y_t = t yılındaki reel kişi başına düşen GSYİH

y_{t+1} = t + 1 yılındaki reel kişi başına düşen GSYİH

t =ilgili yıl

¹ GSYİH deflatörü, bir ülkede üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarının baz yılından itibaren ne kadar arttığının ölçüsüdür.

² Tüfe, tüketime konu belirli mal ve hizmetlerin fiyat değişimlerinin ölçüsüdür.

1.1.2. Ekonomik Büyümenin Kaynakları

Uzun dönemde ekonomik büyümeyi belirleyen birçok faktör vardır. Bu faktörlerden, işgücü-insan sermayesi, sermaye ve teknoloji seviyesi ekonomik büyümenin temel kaynakları iken girişimcilik, kurumsal yapı ve hükümet politikaları ekonomik büyümenin yardımcı kaynaklarıdır (Acemoğlu v.dğr., 2016: 147; Taban, 2016: 31).

1.1.2.1. İşgücü- İnsan Sermayesi

Nüfus, ekonominin hem üretim (arz) hem de tüketim (talep) süreçlerinde yer alır. Talep yönünden nüfus artışı pazar büyümesi anlamına gelirken, arz yönünden nüfus artışı, mal ve hizmet üretimi için gerekli olan işgücü girdisini ifade etmektedir. Yani nüfus, bir yandan tüketimi artırırken diğer yandan üretim fonksiyonundaki işgücünü artırmaktadır. Eğer üretim fonksiyonundaki diğer üretim faktörleri yeteri kadar bol veya işgücü ile istenilen ölçüde ikamesi söz konusu ise, işgücü artışı üretim artışına yol açacaktır. Ancak azalan verimler yasasının işlemeye başladığı andan itibaren meydana gelecek işgücü artışı, üretim artışına yol açmayacak ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyecektir (Taban, 2016: 32).

Ekonomideki tüm işçiler aynı değildir. Bazı işçiler aynı girdi ile daha fazla çıktı sağlayabilirler. İşgücündeki bu farklılıkların sebebi insan sermayesidir. İnsan sermayesi genel olarak işgücü kalitesindeki artış olarak tanımlanabilir. İçsel büyüme modellerinde ekonomik büyümenin temel kaynağı olarak gösterilen insan sermayesi genel olarak işgücü kalitesindeki artış olarak tanımlanabilir. İnsan sermayesi birçok şekilde üretilebilir. Örneğin, bireyler üniversiteye giderek veya mesleki eğitim programlarını tamamlayarak kendilerine yatırım yapabiliyorken, firmalar, iş başında eğitim yoluyla insan sermayesine yatırım yapabilir, hükümet ise insan sağlığını iyileştiren, okul eğitimi ve mesleki eğitim veren programlar ile insan sermayesine yatırım yapabilirler (Case ve diğ., 2012: 638). Ayrıca ülkedeki eğitim imkânlarındaki artış, işgücünün niteliğini artırmakla kalmaz ayrıca birlikte çalıştığı kişilerinde toplam verimliliğini artırır (Taban, 2016: 38).

1.1.2.2. Sermaye

Fiziki sermaye, üretimde kullanılan makine, araç, gereç, fabrika gibi her türlü maldır. Sermaye birikimi ise, mevcut gelirin bir kısmının tasarruf edilip, gelecekteki üretim ve geliri artırmak amacıyla yatırıma dönüştürülmesiyle gerçekleşir. Bir ekonomi

daha fazla fiziki sermaye stokuna sahip olduğunda işçiler daha fazla ve daha iyi ekipmanla çalışacağından daha fazla GSYİH üretecektir (Acemoğlu v.dğr., 2016: 124; Taban, 2016: 32).

Üretim için sermaye ve işgücünün bir araya gelmesi gerekmektedir. Bir ülkede fazla işgücü sayısına karşılık yetersiz fiziki sermaye varsa, işgücünün üretken olması olanaksızdır. Bazı ülkelerin ekonomik anlamda geri kalmalarının en önemli sebebi sermaye birikimindeki yetersizliktir (Taban, 2016: 32-33). Azalan verimler kanunu gereği fiziki sermayeye yapılan artı eklemeler ekonomik büyümeyi azalan oranda artıracaktır. Bu yüzden gelişmekte olan ülkelere yapılan artı sermaye birikiminin etkisi gelişmiş ülkelere yapılan artı sermaye birikiminin etkisinden fazla olacaktır.

Bir ülkenin ekonomik büyümesinde sermaye stoku gerekli olduğundan, ülkedeki sermaye stokunu artırmak önemlidir. Modern açık ekonomide, yeni bir sermaye bir ülkenin yerleşiklerinin tasarrufundan ve/veya yabancıların yatırımlarından gelebilir. Hükümetlerin hane halkı tasarrufları ile yabancı yatırımları teşvik edecek sermaye dostu bir ortam yaratarak ekonomik büyüme için gerekli olan sermayeyi artırma olanağı mevcut olabilir (Case v.dğr. 2012: 640).

1.1.2.3. Teknoloji

Daha iyi bir teknolojiye sahip olan ülke, işgücü ve sermayeyi daha etkin kullanarak daha yüksek verimliliğe ulaşacaktır. Böylelikle aynı girdilerle daha fazla çıktı ve daha fazla GSYİH elde edecektir (Acemoğlu v.dğr., 2016: 126).

Ekonomik anlamda teknolojik gelişme, üretim faktörlerini verimli kullanma amacıyla ekonominin daha yüksek bir GSYİH'ye ulaşması için yeni teknolojilerin, yeni ürünlerin ve servislerin icat edilmesi, üretilmesi ve kullanılması sürecini ifade eder (Acemoğlu v.dğr., 2016: 149). Teknolojik gelişme bazen şans eseri ortaya çıkabilmektedir ancak genellikle teknolojik gelişme ekonomik birimlerin bir amaca yönelik araştırma faaliyetleri sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) faaliyetlerine yapılan yatırımlar teknolojik gelişme için önemli hale gelmektedir (Acemoğlu v.dğr., 2016: 127). O'Sullivan ve arkadaşlarına göre teknolojik ilerleme için; (i) Ar-Ge yatırımları, (ii) buluşları teşvik eden uygulamalar, (iii) pazarın

boyutu, (iv) uyarılmış bulgular³ (v) eğitim, insan sermayesi ve bilgi birikim faktörleri önemlidir (O’Sullivan v.dğr., 2018:196-198).

1.1.2.4. Girişimcilik

Ekonomiler arasında etkinliğin ve verimliliğin farklılaşmasının önemli bir nedeni de girişimcilikle ilgilidir (Acemoğlu v.dğr., 2016: 129). Girişimci, üretim faktörlerini bir araya getiren, risk alarak mal ve hizmet üretme çabasında bulunan kişi olarak tanımlanabilir. Girişimciler, sektöre yenilikler getirmeleri nedeniyle ekonominin sağlıklı dinamik bir yapıya dönüşmesinde önemli etkiye sahiptir. Bu yüzden ülkede girişimciliği artıracak hem finansal hem de eğitimsel destekler verilmelidir (Taban, 2016:37).

1.1.2.5. Kurumsal Yapı

Kurumsal yapı, bir ülkenin kültürü, sosyal ve dinsel davranışları, özel ve kamusal gelenekleri, siyasi ortamı, uluslararası gelenekleri ve bunlar arasında yürütülen ilişkiler ülkenin kurumsal yapısını oluşturur. Kurumlar, bir toplumun doğal ve beşeri kaynaklarının etkin kullanımını hızlandıracak bir güce sahiptir. Küresel rekabet ortamında kurumsal kalitesini artıran ekonomiler, en hızlı ekonomik büyüme sergileyen toplumlar olacaktır. Ayrıca mülkiyet haklarının tanımlanması ve teminat altına alınması, kurumların en önemli özelliğidir. Devletler bu hakları korumalı ve firmaların ekonomik faaliyetlerini güvenle yerine getirecekleri bir ortam hazırlamalıdır. Mülkiyet haklarının tanınmadığı ve güvence altına alınmadığı toplumlarda, hiç kimse yatırım yapmak istemeyecek, işbölümü ve uzmanlaşma ortaya çıkmayacaktır. Dolayısıyla kurumsal yapısı iyi olan ülkeler kötü olan ülkelere göre daha hızlı bir ekonomik büyümeye sahip olacaklardır (Taban, 2016: 38-39).

1.1.2.6. Yönetim Politikaları

Yönetimin en önemli görevlerinden biri ekonomik istikrarın sağlanmasıdır. Gelişmekte olan ülkelere, ekonomik göstergelerdeki bozukluklar, siyasi istikrarsızlık ile iç ve dış güvenlik sorunları olası yatırım kararlarını olumsuz etkileyeceğinden, ülkenin ekonomik büyümesine zarar verecektir. Yönetimler siyasi ve yasal çerçeveyi, ekonomik olarak daha verimli şekilde çalışmayı, yatırımı artıracak yararlı bilgi ve

³ Uyarılmış bulgular, özellikle maliyetleri düşürmek için yapılan buluş faaliyetleridir.

beceriler kazanmayı teşvik edecek şekilde oluşturmalıdır. Ayrıca yönetimlerin yeterli altyapıyı sağlama, insan sermayesine yatırım, Ar-Ge teşvikleri, ticaretin önündeki engellerin kaldırılması gibi önemli rolleri de vardır. Bu faktörlerin hepsi ekonomik büyüme için hayati öneme sahiptir (Taban, 2016: 39-40).

Ekonomilerde önemli olan uzun dönemli sürdürülebilir büyümedir. Bunu sağlayabilmek için yönetime çok önemli görevler düşmektedir. Yönetimin sürdürülebilir, yüksek büyümeyi sağlayabilmeleri için genel olarak yapması gerekenler Tablo 1.1’de gösterilmiştir (Taban, 2016: 24).

Tablo 1.1: Sürdürülebilir ekonomik büyüme için yapılması gerekenler

<u>Makroekonomik İstikrar</u>	<u>Yapısal Reformlar</u>	<u>İyi Yönetim</u>
✓ Fiyat istikrarı ✓ Sürdürülebilir kamu finansmanı	✓ Sosyal güvenlik reformu ✓ Vergi reformu ✓ İşgücü düzenlemeleri ✓ Eğitim reformu ✓ Enerji piyasasına yönelik düzenlemeler ✓ Rekabet ortamı	✓ Siyasi istikrar ✓ Hukukun üstünlüğü ✓ Şeffaflık ✓ Mevzuat ve düzenlemelerin etkinliği ✓ Devlet hizmetlerinin kalitesi ✓ Yolsuzlukların önlenmesi

Kaynak: Taban, Sami (2016). *İktisadi Büyüme Kavram ve Modeller*. 4. Basım. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık, 24.

1.1.3. Ekonomik Büyüme Teorileri

Çalışmalarda ekonomik büyüme, finansal gelişme ve yabancı yatırım ilişkisi incelenirken çoğunlukla neoklasik ve içsel büyüme modelleri ile ele alınmaktadır. Bu yüzden çalışmada ekonomik büyüme modellerinden neoklasik ve içsel büyüme modelleri üzerinde durulacaktır.

1.1.3.1. Neoklasik Büyüme Modeli

Neoklasik büyüme modeline en önemli katkı Solow (1956) ve Swan (1956) tarafından yapılmıştır. Neoklasik büyüme modeli, sermaye stokunda büyüme, işgücündeki büyüme ve teknolojik gelişmenin birbirleri ile nasıl bir etkileşim içerisinde oldukları ve bu faktörlerin ekonomik büyümeye nasıl katkı sağladığı üzerine kurulmuştur (Taban, 2016: 109). Neoklasik büyüme modelinde, ölçeğe göre sabit getiri, sermayenin marjinal azalan verimliliği, teknolojinin dışsal bir kaynak olduğu, faktörler arası ikamenin mümkün olduğu ve yatırımların tasarruflara eşit olduğu varsayımları vardır (Kibritçioğlu, 1998: 214).

Neoklasik büyüme modeli, uzun dönemde büyümeyi etkileyen teknolojik ilerlemenin nasıl geliştiğini açıklayamamakta ve ekonomik sistemin dışında bağımsız olarak belirlendiğini kabul etmektedir. Teknoloji, sermaye ile işgücü verimliliğini artırmakta ve teknolojik gelişme ile mevcut üretim faktörlerinden daha çok çıktı elde edilmektedir. Solow, işgücü ve sermaye artışı dışında kalan ekonomik büyümenin açıklanamayan kısmının teknolojik gelişmeden kaynaklandığını savunmaktadır. Ortaya çıkan bu fark “Solow artışı” olarak ifade edilmektedir (Kibritçioğlu, 1998: 215; Taban, 2016: 131).

Neoklasik ekonomik büyüme modelinde, teknoloji bütün ülkelerde dışsal ve sabit olduğu varsayımı altında, kişi başına geliri düşük olan ülkeler, kişi başına geliri yüksek olan ülkelere daha hızlı büyüyerek onları yakalayacaktır. Bu hipotez literatüre “yakınsama hipotezi” (convergence hypothesis) olarak geçmiştir (Kibritçioğlu, 1998: 215; Taban, 2016: 131).

Solow tarafından geliştirilen neoklasik büyüme modeli, teknolojinin büyüme için gerekli olduğunu açıklamakla birlikte, teknolojinin bunu nasıl sağladığını açıklayamamaktadır. Neoklasik modellerde bu gerçeklik eksikliği, çoğu zaman teknolojik değişimin rolünü vurgulayan yeni içsel büyüme modelinin gelişimini tetiklemiştir (Taban, 2016: 140-141).

1.1.3.2. İçsel Büyüme Modeli

Neoklasik büyüme modeline yapılan eleştirilere yanıt olarak ortaya çıkan içsel büyüme modeli, iktisat dışı faktörler yerine, iktisat içi faktörlerin büyümeyi sağlayacağını öne sürmektedir (Acar, 2008: 127). Yani içsel büyüme modeli, teknolojinin dışsallığını kabul etmemekte ve içselleştirmeye çalışmaktadır. İçsel büyüme teorisi, teknolojinin içsel bir kaynak olduğunu ve teknolojik gelişmenin yanı sıra insan sermayesinin, finansal gelişmenin, dış ticaretin, kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi belirleyecek unsurlar olarak tanımlar (Taban ve Kar, 2006: 161). Neoklasik büyüme modeli ile diğer önemli bir fark “yakınsama hipotezi” (convergence hypothesis) üzerinedir. Neoklasik büyüme modeli sermayenin azalan getirisini kabul ederken, içsel büyüme modeli insan sermayesini de kapsayan sermayenin artan getirisi olabileceği ve bu artan getirinin uzun dönemde büyümeyi azaltmayacağını savunur (Kar ve Taban, 2003: 149). Böylece ülkelerin gelir seviyesinin birbirine yaklaşacağını (yakınsama etkisi) reddeder. Hatta gelişmekte olan ülkeler gerekli önlemleri almadıkları takdirde gelişmiş ülkeler ile arasındaki gelir farkının daha da artacağını belirtir.

İçsel ekonomik büyüme modellerinde, Romer (1986-1990) Ar-Ge faaliyetlerinin ve yaparak öğrenmenin, Lucas (1988) ve Rebelo (1991) insan sermayesinin, Barro (1990) kamu politikalarının ve Pagano (1993) finansal piyasaların önemini vurgulamaktadırlar (Kar ve Taban 2003: 149-151; Acar, 2008: 127-129). İçsel ekonomik büyüme modeli öncüsü Romer (1986) Arrow'un ileri sürdüğü yaparak öğrenme fikrinden yararlanmıştır. Arrow'a göre bir iş yapıldıkça o işteki uzmanlık artacaktır. Artan uzmanlık ile şirketler zamanla kalitelerini yükselterek ortaya yeni ürünler çıkaracaktır. Romer (1986) bu fikirden hareketle üretimde kullanılan teknik bilgi birikimini bedelsiz bir girdi olarak ele almış ve bu girdi sayesinde üretim maliyetlerinin azaldığını ve kalitenin arttığını vurgulamıştır (Acar, 2008: 127). Romer'a (1990) göre, Ar-Ge faaliyetlerine sağlanan teknolojik ilerlemeler ile yeni ürün ve süreçler ortaya çıkacaktır. Hatta firma tarafından üretilen bir bilginin mükemmel patentlenmesi veya gizli tutulması mümkün olmadığından, ortaya çıkan yeni bilginin diğer firmalar tarafından kullanılacağını ve ülkede toplam çıktı miktarını artıracığını ileri sürmektedir (Taban, 2016: 155-156).

Lucas (1998) ve Rebelo (1991) içsel büyüme modellerinde insan sermayesinin önemini vurgulamaktadır (Kar ve Taban, 2003: 151). Bu modellerde insan sermayesi, fiziki sermaye gibi ekonomik büyümeyi artıran bir unsur olarak görülmektedir. İnsan sermayesi ile ilgili yatırımlar ilk olarak eğitim yatırımları gibi algılansa da, yaparak öğrenme ile de kendiliğinden oluşabilir (Acar, 2008: 128). Lucas'a (1998) göre insan sermayesi, işgücünün eğitim düzeyiyle ilgilidir ve insan sermayesi sınırsız şekilde artabildiği sürece sürdürülebilir büyüme sağlanacaktır (Taban, 2016: 151). Ayrıca bireyin artan insan sermayesi kendi verimliliğini artırmakla birlikte diğer üretim faktörlerinin de verimliliğini artırmaya yardımcı olur (Kar ve Taban, 2003: 151). Rebelo'a (1991) göre, ekonomide fiziki sermaye-insan sermayesi oranı düştüğünde (insan sermayesi arttığında) ekonomik büyüme hızlanacaktır. Bu konuda Lucas (1998), insan sermayesini fiziki sermaye gibi bir faktör olarak görmekle, fiziki sermayenin önemini asla göz ardı etmemektedir (Acar, 2008: 128; Taban, 2016: 153).

Barro (1990) içsel büyüme modelinde, verimli alanlara yapılan kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi artıracığını savunur. Ancak kamu ağırlığının ekonomide fazla artması ve yapılan yatırımların verimsiz alanlara aktarılması ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyecektir. Ayrıca içsel büyüme teorilerinde, kamu politikalarının ekonomik büyüme üzerinde önemli etkileri vardır. Üretim ve yatırımların taşıdığı pozitif dışsallıklar, insan sermayesinin üretkenliği, alt yapı ve istikrar gibi kamu politikaları ekonomik büyümeyi etkileyecektir. Gelişmekte olan ülkeler, finansal

gelişme, eğitim, ticari açıklık, Ar-Ge ve verimli kamu harcamaları politikalarına önem vererek ekonomik büyümelerini hızlandırabilir (Kar ve Taban, 2003: 152).

1.1.4. Ekonomik Büyüme ve Kalkınma

Ekonomik büyüme ve kalkınma kavramları birbirlerinin yerine kullanılsa da aslında farklı kavramlardır. Ekonomik büyüme reel GSYİH hâsıladaki artışlar iken, ekonomik kalkınmanın birçok farklı tanımı vardır. Todaro ve Smith'e (2015: 7) göre ekonomik kalkınma; insanların yaşam seviyelerini, yeteneklerini, öz saygısını ve özgürlüğünü arttırarak iyileştirme sürecidir. Gillis v.dğr.,'e (1996: 7-8) göre ekonomik kalkınma yapısal değişim sürecidir. Cypher ve Dietz'e (2004: 30) göre ekonomik kalkınma ise, gelir seviyesi ve ekonomik büyüme dâhil olmak üzere çok çeşitli sosyal ve insani hedeflerin gerçekleşmesidir.

Ekonomik kalkınma için literatürde birçok farklı gösterge kullanılmıştır. Bu konuda literatürde ilk çalışmalardan birine sahip Ahluwalia'ya (1976: 13) göre ekonomik kalkınmanın göstergeleri; kişi başı GSYİH, GSYİH'nin tarımdan aldığı pay, kentsel nüfus oranı, okuryazar oranı, yaşa göre okullaşma oranı ve nüfus artış hızıdır. Hick ve Streeten (1979: 578-579) ise, doğumda beklenen yaşam süresi, okuryazar oranı, yeterli kalori alımı, su kaynakları, bir evin odasında yaşayan kişi sayısı ve bebek ölüm oranını kullanmıştır. Adı geçen göstergelerden farklı olarak adil gelir dağılımı, tamamlanmış altyapı hizmetleri, doktor sayısı, mahkûm sayısı, kentleşme, öğretmen sayısı, tiyatro ve sinema sayısı, kişi başına düşen radyo televizyon, günlük gazete tirajı, yılda basılan kitap dergi adedi, kişi başı enerji tüketimi, kişi başı demir çelik tüketimi gibi değişkenler de kalkınmanın göstergesi olabilir (Kaynak, 2007: 67; Yıldız ve Topuz, 2011: 202). Ekonomik kalkınma göstergeleri zamanla belirli endekslere dönüşmüştür. Bu endekslerden önemli olan fiziksel yaşam kalitesi endeksi ve insani gelişme endeksidir. Fiziksel yaşam kalitesi endeksi, temel ihtiyaçların karşılanması üzerine kuruludur. Endeks, bebek ölüm oranı, ortalama yaşam süresi ve okuryazarlık göstergelerinden oluşur (Nafziger, 2006: 34). Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP) tarafından yapılan, 1990 yılından beri her yıl hesaplanan ve en güncel olan endeks ise insani gelişme endeksidir (UNDP, 1990: 10). İnsani gelişme endeksinin üç temel boyutu vardır. Birincisi kişi başı gayri safi milli gelir, ikinci olarak da uzun ve sağlıklı yaşamının göstergesi olarak doğuştan beklenen yaşam süresi, son olarak da beklenen öğrenim süresidir (UNDP, 2016: 3). Ancak insani gelişme burada bitmemektedir. Eğer bu üç temel gösterge yoksa diğer fırsatlara da erişilmez olup birçok olanaktan yararlanılamaz (Kaynak, 2007: 769).

UNDP, 2016 Ocak ayında 15 yıllık süre için on yedi alt başlıkta sürdürülebilir kalkınma hedeflerini yayınlamıştır. Bu hedefler; yoksulluğa son, açlığa son, sağlıklı bireyler, nitelikli eğitim, toplumsal cinsiyet eşitliği, temiz su, erişilebilir ve temiz enerji, insana yakışır iş ve ekonomik büyüme, sanayi yenilikçilik ve altyapı, eşitsizliklerin azaltılması, sürdürülebilir şehir ve yaşam alanları, sorumlu tüketim ve üretim, iklim eylemi, sudaki hayat, karadaki yaşam, barış ve adalet son olarak hedefler için ortaklıklardır (UNDP, 2016a).

Ekonomik kalkınma ile ekonomik büyüme arasındaki temel farkları sıralayacak olursak (Berber ve Bocutoğlu, 2016: 196-197):

- Ekonomik büyüme; milli gelir hesaplarıyla ölçülürken, kalkınma ise; gelir, sosyal, kültürel, fiziksel, politik değişkenlerle ölçülebilir.
- Ekonomik büyüme miktardaki artıştır.
- Ekonomik büyümede gelir dağılımının bir önemi yoktur. Kalkınmada ise adil gelir dağılımı önemli bir şarttır. Kalkınmanın bir diğer amacı da gelir eşitsizliğini azaltmaktır.
- Ekonomik büyüme daha çok gelişmiş ülkeler için geçerli iken, kalkınma daha çok gelişmekte olan ülkeler için geçerlidir.
- Ekonomik kalkınma büyümeye göre daha geniş kapsamlıdır.
- Ekonomik büyüme daha çok iç faktörlerle ilişkiliyken, kalkınma ise daha çok dış faktörler ile ilgilidir.

1.2. Finansal Gelişme

Finansal gelişmeden bahsedebilmemiz için öncelikle finansal sistemin işleyişinden bahsetmemiz gerekir. Finansal sistem en basit tanımıyla, fon fazlası olan ekonomik birimler ile fon ihtiyacı olan ekonomik birimleri bir araya getiren ve bu birimler arasındaki fon akışını sağlayan sistemdir. Bu özelliklerinden dolayı finansal piyasalar ve finansal araçlardan oluşan ve iyi işleyen bir finansal sistem ekonomi için çok önemlidir (Mishkin ve Eakins, 2018: 55).

sistem etkinlik kavramına uygun bir şekilde ekonomideki fonların en uygun ve en verimli yatırımlara akmasını en düşük maliyetle sağlamaya çalışan sistemdir. Finansal gelişme ise, finansal sistemin bu beş temel fonksiyonundaki iyileşmeler olarak tanımlanabilir (Levine, 1997: 691; Čihák v.dğ., 2012: 2).

Literatürde finansal gelişme ile ilgili temel sorun finansal sistemlerin farklı işlevlerinden dolayı ülkeler ve bölgeler arasında ve zaman içinde nasıl ölçülmesi gerektiğidir. Finansal gelişme literatürde birçok farklı gösterge ile temsil edilmiştir. Finansal sistemin likit yükümlülüklerini temsil eden dar ve geniş anlamda para arzının GSYİH'a oranı ($M1/GSYİH$, $M2/GSYİH$, $M3/GSYİH$), geniş tanımlı parasal büyüklüğün dar tanımlı parasal büyüklüğe oranı ($M2/M1$), özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı, banka mevduat yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı, yurt içi kredilerin GSYİH'ye oranı, kapitalizasyonun GSYİH'ye oranı gibi göstergeler kullanılmaktadır (King ve Levine, 1993: 720-721; King ve Levine, 1993a: 529; Alfaro, 2004: 95-96). Bu göstergeler aynı zamanda finansal derinliğin de bir göstergesidir.

Čihák v.dğ. (2012: 9) finansal gelişmişlik ölçütlerini, finansal kurum ve finansal piyasaların derinliği, erişimi, etkinliği ve istikrarı üzerinden Tablo 1.2 deki gibi açıklamaktadır.

Tablo 1.2: Finansal gelişme göstergeleri

	Finansal Kurumlar	Finansal Piyasalar
Derinlik	• Özel Sektöre Aktarılan krediler/GSYİH • Finansal Kurumların Aktifleri/GSYİH • $M2/GSYİH$ • Mevduat Toplamı/GSYİH • Finans Sektörünün Gayri Safi Katma Değeri/GSYİH	• (Sermaye Piyasa Kapitalizasyonu + Özel Borçlanma Senedi)/GSYİH • Özel Kesim Tahvil Senet ve Bonoları / GSYİH • Devlet İç Borçlanma Senedi/GSYİH • Uluslararası Tahvil Senet ve Bonoları/GSYİH • Borsa Kapitalizasyon /GSYİH • İşlem Gören Hisse Senetleri/ GSYİH
Erişim	• Her Bin Kişiyeye Düşen Ticari Banka Hesabı Sayısı • Her 100,000 Kişiyeye Düşen Şube Sayısı (Ticari Bankalar) • Banka Hesabına Sahip Kişilerin Yüzde Oranı • Kredi Limitine Sahip Firmaların Oranı (Tüm Firmalar)	• En Büyük 10 Şirket Dışındaki Piyasa Kapitalizasyon Yüzdesi • En Büyük 10 Şirket Dışındaki Ticaret Hacminin Yüzdesi • Devlet Tahvil Getirileri (3 Ay ve 10 Yıl) • Yerli Borç Senetleri/Toplam Borç Senetleri İçindeki Oranı • Özel Borç Senetlerinin Toplam Borç Senetleri İçindeki Oranı (Yerli)
Etkinlik	• Net Faiz Marjı • Borçlanma Faizi • Faiz Dışı Gelirin Toplam Gelire Oranı • Sabit Maliyetler (Toplam Varlıklar İçindeki Yüzdesi)	• Sermaye Piyasası Devir Hızı • Fiyatların Senkronu (Birlikte Hareketi) • Özel Bilgi Ticareti • Fiyat Etkisi • Likidite/İşlem Maliyetleri

	• Aktif Kârlılığı, Öz Sermaye Kârlılığı • Boone Göstergesi (Herfindahl ya da H İstatistikleri) • Kredi Limitine Sahip Firmaların Oranı (Küçük Firmalar)	• Devlet Tahvilleri İçin Teklif Edilmiş Alım Satım Fiyatları Farkı • Menkul Kıymet Borsasında Tahvillerin (Özel, Halka Açık) Devri • Takas Verimliliği
İstikrar	• Z-Skorları • Sermaye Yeterliliği Oranları • Aktif Kalitesi Oranları • Likidite Oranları	• Oynaklık • Endeksin Çarpıklığı (Hisse Senedi Fiyatı, Devlet Tahvili) • Kazanç Manipülasyonuna Açıklık • Fiyat/Kazanç Oranı • Süre • İşlem Gören Hisse Senetleri/ GSYİH

Kaynak: Čihák, Martin, Kunt-Demirgüç, Aslı, Feyen, Erik ve Levine, Ross (2012). “Benchmarking Financial System around the World”. Policy Research Working Paper No:6175, 1-58, 9.

Tablo 1.2.’de her sütundaki koyu yazılmış değişkenler o satırdaki niteliğin ölçülmesinde kullanılan temel göstergesi, diğerleri ise onun yerine kullanılabilecek diğer değişkenleri göstermektedir. Finansal derinlik; finansal kurumların ve finansal piyasaların göreceli büyüklüğü, finansal erişim; finansal hizmetlere ne ölçüde erişilebildiğini, finansal etkinlik; amaç aracılık maliyetinin bir ölçüsü ve finansal istikrar; finansal kurumların ve finansal piyasaların istikrarının bir ölçüsüdür (Čihák v.diğ.,2012: 10-15).

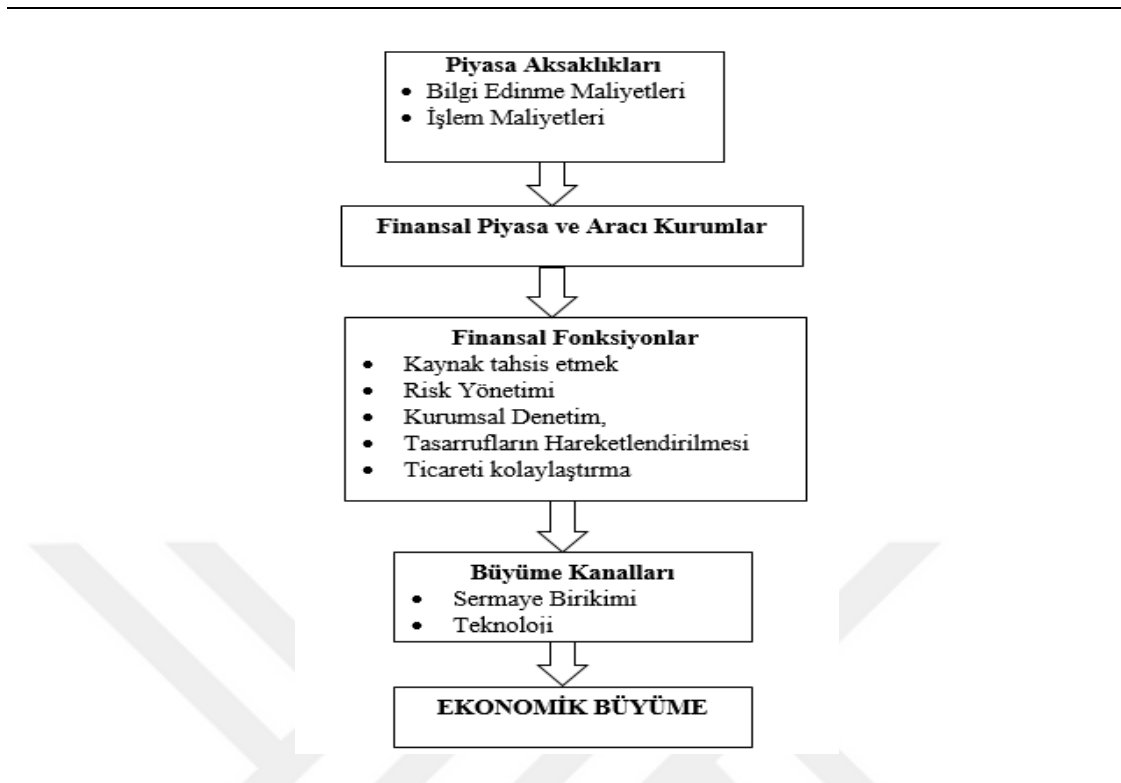
Genellikle finansal gelişme ölçütü olarak finansal derinlik ölçütü kullanılmaktadır. Finansal gelişme, finansal sistemin büyüklüğünü ve yapı itibariyle uğradığı değişimi de ifade ederken, finansal derinleşme, finansal sistemin genişliğini ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir. Bu durumda finansal sistemdeki gelişme finansal derinleşme kavramıyla açıklanmaktadır (Afşar, 2007: 190). Lynch (1996: 7), finansal gelişme göstergesi olarak parasal büyüklüklere ve kredi büyüklüklerine ilişkin göstergelerin kullanılmasını önermiştir. Finansal derinlik ölçütlerinden parasal büyüklük oranları (M1/GSYİH, M2/GSYİH) sıklıkla kullanılan göstergelerdir (De Gregorio ve Guidotti 1995: 438). Ancak bazı çalışmalar parasal büyüklük oranlarının finansal gelişmişliği iyi tespit etmediği sonucuna ulaşmışlardır (Khan ve Senhadji, 2001: 1-21). Ghirmay’a (2004) göre, bu göstergelerin en büyük zayıflığı finansal sistemin likit yükümlülüklerini temsil ederken, finansal sistemin işlevlerini göz ardı etmesidir (Ghirmay, 2004: 420-421). Levin’de (1998) benzer şekilde parasal büyüklük oranlarının sermayeyi nereye dağıttığını tespit etme açısından yeterli bir gösterge olmadığını ifade etmiştir (Levine, 1998: 603). Ghirmay ve Levine finansal gelişme göstergesi için özel sektöre sağlanan kredilerin GSYİH’daki payının kullanılmasını önermektedir. Özel sektöre sağlanan krediler, yatırımların niteliğinin ve niceliğinin bir ölçüsü olmasından ötürü finansal gelişmenin işlevselliğinin doğru bir

göstergesidir (Levine, 1998: 603; Ghirmay, 2004: 420-421). Tüm bunlarla beraber finansal gelişme göstergesi seçimi veri setinin uygunluğa göre de değişmektedir. Az gelişmiş ülkelerde sermaye piyasaları az gelişmiş olduğundan finansal piyasalar ile ilgili göstergeler veri eksikliği nedeniyle ampirik analizlerde kullanılmamaktadır.

1.2.1. Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi

Finansal kurumların ve finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerinde önemli etkisi vardır. Finansal sistemler, teknoloji yayımları ve sermaye birikimi kanalı ile ekonomik büyümeye katkı sağlar (Levine, 1997: 691). İyi işleyen finansal sistem, küçük sermaye birikimlerini büyük yatırımlara yönlendirerek, çeşitlendirme ile riskleri minimize ederek, uygulama ve bilgi maliyetlerini azaltarak, kaynakların yönetilmesini izleyerek ve bu sayede sağladığı kaynakların daha verimli kullanılmasını sağlayarak ekonomik büyümeye katkı sağlar (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 26). Daha gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkeler, daha hızlı büyüme eğilimindedir (Čihák v.diğ., 2012: 4).

Gelişmiş finansal sistemler, fonları sadece güçlü siyasi bağlantıları olan firmalara değil, gelecekleri iyi olan firmalara aktararak ve bu sayede sermaye tahsisini geliştirerek ekonomik büyümeyi teşvik eder. Bu tür finansal sistemler, yeni gelecek vadeden firmaların sektöre girişini teşvik eder ve daha az verimli olan işletmeleri sistemden çıkmaya zorlar. Ayrıca iyi işleyen finansal sistemler firmaların yönetişimini geliştirerek firmalarda israfı ve yolsuzluğu azaltır, kıt kaynakların daha verimli kullanılmasını sağlar. Toplumun tüm kesimlerinin tasarruflarını bir araya getiren finansal sistemler, ölçek ekonomilerinden yararlanmayı mümkün kılarak ve risk yönetimini kolaylaştırarak ekonomik büyümeye katkı sağlar. Ancak finansal sistemler bu işlevleri zayıf bir şekilde yerine getirdiğinde ekonomik büyümeyi engelleme, ekonomik fırsatları azaltma ve ekonomileri istikrarsızlaştırma eğilimindedirler. Örneğin, finansal sistemler topladığı fonları, zenginlere veya siyasi ilişkisi olan kişi ve kurumlara aktarırsa ekonomik büyüme yavaşlar. Ayrıca bu durum potansiyel girişimcilerin de ekonomik sistemin bir parçası olmasını engelleyerek sermaye birikimini de olumsuz etkiler. Eğer finansal kurumlar fon sağladıkları firmalar üzerinde sağlam kurumsal yönetim gerçekleştiremezlerse, şirket yöneticileri firma ve genel ekonomi yerine kendilerine yarar sağlayan projeleri sürdürmenin peşine düşer (Čihák v.diğ., 2012: 2).



Şekil 1.2: Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi

Kaynak: Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature, 35(2), 688-726, 691.

Levine (1997: 691) finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisini araştırdığı çalışmasında, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğini Şekil 1.2'deki gibi göstermektedir. Levine finansal gelişmenin, iyi işleyen finansal piyasa ve aracı kurumlar ile piyasa aksaklıklarını (bilgi edinme ve işlem maliyetlerini) azaltarak, sermaye birikimi sağlayarak ve teknolojik gelişmeye sebep olarak ekonomik büyümeyi artırabileceğini ifade etmiştir.

1.2.2. Ekonomik Büyüme Teorilerinde Finansal Gelişmenin Yeri

Neoklasik büyüme modelinde yatırımlar tasarruflara eşit olduğundan, finansal sistemin işlevlerinden biri olan sermayenin mobilizasyonu çalışmayacağından, neoklasik büyüme modelinde finansal gelişmenin ve aracılık faaliyetlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi yer almamıştır. Neoklasik modelde yer almayan finansal gelişme ve aracılık faaliyetleri içsel büyüme modellerinde yerini almıştır. İçsel büyüme modellerinde, içsel bir değişken olan teknolojinin yanı sıra insan sermayesi, finansal gelişme (derinleşme), dış ticaret ve kamu harcamaları gibi unsurların ekonomik büyümeyi belirleyen faktörler olabileceği ileri sürülmüştür (Taban ve Kar, 2006: 160). Pagano (1993: 613-622) içsel büyüme teorilerine finansal gelişmenin ekonomik büyüme

üzerindeki etkisi ile katkı sağlamıştır. Pagano (1993), finansal piyasaların artan getiri ile ekonomik büyümeyi etkileyeceğini öne sürmektedir. Pagano (1993), finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğini basit bir içsel büyüme modeli olan denklem 1.6 ile açıklamaktadır.

$$g = A\Phi s - \delta \quad (1.6)$$

g =durağan durum büyüme oranı

Φ = finansal sistemin etkinliği

A = sermayenin verimliliği

s =tasarruf oranı

δ = amortisman payı

Denklem 1.6'da finansal gelişme, sermayenin verimliliğini (A), finansal sistemlerin (Φ) etkinliğini (tasarrufların firmalara aktarılması) veya tasarruf oranlarını değiştirerek ekonomik büyümeyi etkiler (Pagano, 1993: 615-616; Tsuru, 2000: 5-6).

Finansal sistem, en yüksek sermayenin marjinal ürününe (highest marginal product of capital)⁴ sahip projelere fon tahsis ettiğinde etkilidir. Finansal gelişme, sermayeyi daha verimli bir şekilde tahsis etmek suretiyle, sermayenin verimliliğini (A) ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi artırabilir (Tsuru, 2000: 7). Finansal sistemler en kârlı projeyi bulmak için alternatif projeleri izlemesi veya taraması gerekir. Ancak bu işlem maliyetlidir. Ayrıca geri dönüşlü projeler tespit edilse bile, olası yüksek risklerinden dolayı bu projelere yatırım yapılamayabilir. Bu nedenle, etkin finansal sistemler (Φ) riski paylaşarak ve bireysel yatırımcıları daha riskli fakat daha yüksek getirili projelere yatırım yapmaya teşvik ederek, sermayenin verimliliğini ve tasarruf oranını (s) ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi artırabilirler (Tsuru, 2000: 7).

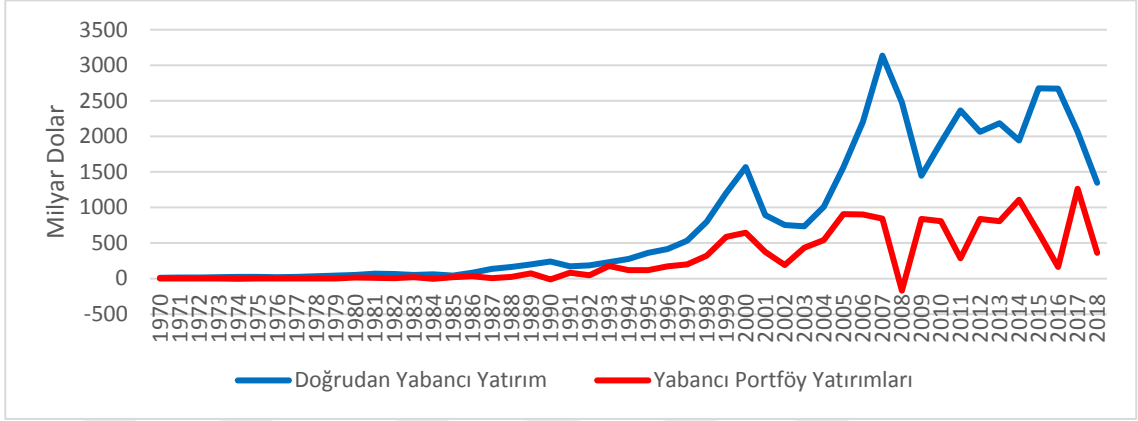
1.3. Yabancı Yatırımlar

1980'den sonra başlayan finansal serbestleşme uygulamaları ile sermaye hareketleri üzerindeki denetim ve kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bu uygulamalar sermayenin küreselleşmesini sağlayarak, ülkeler arasında sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Özellikle 1990'dan sonra bu uluslararası sermaye hareketliliği Grafik

⁴ Diğer faktörler sabit olmak koşu ile sermayenin bir birim artırılması sonucunda toplam üretimde meydana gelen değişme

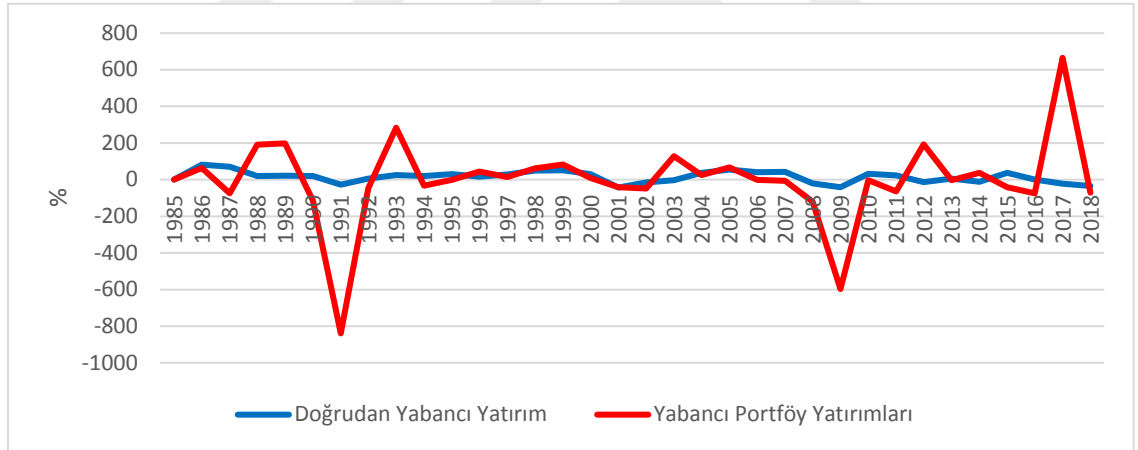
1.1’de net bir şekilde gözükmemektedir. Grafik 1.2’de ise dünyada yabancı sermaye akımlarının yıllar itibari yaşadağı değişim (%) gözükmemektedir.

Grafik 1.1: Dünyada yabancı sermaye akımları



Kaynak: World Bank (2020). World Development Indicators. Washington: The World Bank.

Grafik 1.2: Dünyada yabancı sermaye akımları (değişim olarak)



Kaynak: World Bank (2020). World Development Indicators. Washington: The World Bank.

Ekonomik anlamda yatırımlar, ülkedeki sermaye stokunu artıran harcamalardır. Yabancı yatırım ise, kaynakların kişi ve kurumlar tarafından başka ülkeye aktarılmasıdır. Yabancı yatırımlar, girdikleri ülkede sadece sermaye stokunu artırmazlar, aynı zamanda çeşitlendirme imkânı ile riski azaltır, hükümetin kötü politika yapmasının önüne geçebilirler. Bunun yanında yabancı yatırım, ileri teknolojik faaliyetlerin, yatırımı sağlayan firmalara ait temel yeteneklerin, Ar-Ge faaliyetlerinin, gelişmiş muhasebe standartlarının, kurumsal yönetim uygulamalarının ve iyi uygulanan yasaların ülkeye yayılmasına katkıda bulunur (Feldstein, 2000: 1). Gelişmekte olan ülkeler yaşadığı sermaye eksikliği ve yabancı yatırımın beraberinde getireceği faydalar

nedeniyle yabancı sermayeye gelişmiş ülkelerden daha fazla ihtiyaç duyarlar. Gelişmekte olan ülkeler bu yatırımları ülkelerine çekebilmek için politik düzenlemeler ve ekonomik teşviklerle küresel bir yarış içerisinde.

Uluslararası Para Fonu'nunda (IMF) yabancı yatırımlar, ödemeler dengesi (Balance of Payments Flows) hesabındaki finans kaleminde yer almaktadır. Bu hesapta yabancı yatırımlar; doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde ayrılmıştır (IMF 1993: 101-109; Petras ve Veltmeyer 2007: 34; Salvatore 2013: 368).

- Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY): Öz sermaye, yeniden yatırım kazançları ve diğer sermayeden,
- Yabancı Portföy Yatırımları (YPY): Hisse senedi, tahvil, diğer sermaye piyasası araçları ve türev ürünlerden,
- Diğer Yatırımlar: Ticari krediler, IMF borç ve kredileri, diğer borçlar, nakit mevduatları, diğer varlık ve yükümlülüklerinden oluşur.

Bu çalışmada yabancı sermaye yatırımlarından doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları üzerinde durulacaktır.

1.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımlar, literatürde özel doğrudan yabancı yatırımlar veya dolaysız yatırımlar gibi farklı şekilde ifade edilebilmektedir (Karluk, 2009: 687). Doğrudan yabancı yatırımın literatürde birçok farklı tanımı vardır. Doğrudan yabancı yatırım, bir firma üretim tesisini ülke sınırları dışına yaymak için ana merkezin bulunduğu ülke dışındaki yerlerde, ana merkezin kontrolü ve denetiminde yeni üretim tesisi kurması veya mevcut tesisleri satın alması olarak tanımlanabilir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere doğrudan yabancı yatırımlar çok uluslu şirketler⁵ tarafından yapılan bir yatırım türüdür (Seyidoğlu, 2015: 649). Bir başka tanıma göre doğrudan yabancı yatırım, başka bir ülkede bir firmanın üretimini, dağıtımını ve diğer faaliyetlerini kontrol etmek amacıyla varlıkların sahipliğini elde etme sürecidir (Moosa, 2002: 1). IMF ve Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgü'nün (OECD) ortak tanımına göre doğrudan yabancı yatırım, bir ülkedeki yatırımcının başka bir ülkedeki uzun vadeli

⁵ Çokuluslu veya ulus ötesi bir işletme, doğrudan yabancı yatırım yapan ve bir şekilde birden fazla ülkede katma değer faaliyetlerini kontrol eden veya bir şekilde işleten bir işletmedir (Dunning ve Lundan, 2008: 3).

çıkar sağlamak üzere yaptığı yatırımlardır. Doğrudan yatırımcının uzun vadeli çıkar sağlayabilmesi için yönetimde önemli ölçüde söz sahibi olması stratejik öneme sahiptir. Yönetimde önemli ölçüde söz sahibinden kasıt, şirketin en az %10'nuna sahip olması gerekliliğidir (IMF, 1993: 86-87; IMF, 2002: 9; OECD, 2008: 17). Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) benzer şekilde doğrudan yabancı yatırımı, uzun vadeli ilişki içeren bir yatırım olmakla beraber bir ekonomideki doğrudan yatırımcının başka bir ekonomideki yerleşik bir kuruma uzun süreli ilgisinin ve kontrolünün yansıması olarak tanımlamıştır (UNCTAD, 2008: 249).

Yapılan tanımlardan da anlaşılacağı üzere bir yatırımın doğrudan yabancı yatırım olması için; uzun süreli ilgi olması ve yatırım yapılan şirketin yönetiminde söz sahibi olunması gerekir. Doğrudan yabancı yatırımı yabancı portföy yatırımlarından ve diğer yatırımlardan ayıran en temel fark bunlardır.

1.3.1.1. Ülkeye Giriş Şekillerine Göre Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımlar, yeşil alan yatırımları, şirket birleşmeleri ve satın alınması, ortak girişim, montaj sanayi, yap-işlet devret modeli ve zorunlu yatırımlar gibi farklı şekillerde ülke ekonomisine giriş yaparlar (Moosa, 2002: 12-13; Petras ve Veltmeyer, 2007: 34; Seyidoğlu, 2015: 650-663; Erdoğan, 2016: 12-18).

Yeşil alan yatırımları (Sabit sermaye yatırımları, Green-field investment): Yatırımcının, yabancı ülkede sıfırdan tesis kurma veya mevcut tesisleri geliştirme amacıyla yaptığı yatırımlardır. Bu yatırım geldiği ülkede rekabet koşullarını iyileştirme, yerli piyasalarla uluslararası piyasalar arasında güçlü ilişkiler kurma, istihdamı artırma ve Ar-Ge faaliyetlerini artırma gibi katkılar sağlar. Bu tür yatırımlar potansiyel katma değere sahip olduğundan ev sahibi ülkede istenilen yatırım türüdür (Moosa, 2002: 13; Mucuk, 2011:16).

Şirket birleşmeleri ve satın alınması (Mergers and Acquisitions): Birleşme durumunda iki şirket eşit koşullarda ortak amaç için birleşerek tek şirket olur. Satın alma ise, yatırımcının yabancı ülkedeki şirketin tamamını satın almasıdır. Şirket birleşmelerinin büyük bölümü sermaye yapıları birbirine benzeyen ülkeler arasında gerçekleşir. Bu tarz yatırımlar, yeşil alan yatırımlara göre iki avantaj sağlamaktadır. İlk olarak daha az maliyetlidir. İkinci olarak, piyasaya daha hızlı giriş sağlarlar (Moosa, 2002: 12). Ancak ülkeler yabancı sermaye gelirken yeşil alan yatırımlarını, birleşme ve satın almaya tercih ederler. Çünkü sıfırdan yapılan tesis ülkenin sermaye stokunu

arttırırken, birleşme ve satın alma ülkenin sermaye stokunda bir değişikliğe sebep olmaz (Seyidoğlu, 2015: 650-651).

Ortak girişim (Joint venture): Yabancı ülke ekonomisindeki şirket veya şirketlerin ev sahibi ülkede bir veya birkaç yerli yatırımcı ile ortak şirket kurması şeklinde yapılan yatırımdır (Erdoğan, 2016: 15). Bu tip yatırımlarda yabancı firma sermaye, teknik bilgi ve uzmanlık sağlarken, yerli firma iç piyasa ve ekonomi hakkında bilgi sağlar (Moosa, 2002: 16). Bu yatırımlarda karar alma, yönetim gibi anlaşmazlıkların yanı sıra en önemli problem yabancı şirket ile yerli şirket arasında yatırım beklentilerinin farklı olmasından kaynaklanmaktadır.

Montaj sanayi: Yurt dışındaki ana firmadan sağlanan ara mallar, ev sahibi ülkede yapılan parçalarla birleştirilerek nihai ürünü ana merkezin dışında üretmesi şeklinde yapılan yatırım türüdür. Montaj sanayiye en iyi örnek otomotiv sektörü, makine imalatı sanayi ve kimya sanayi gösterilebilir. Bu tarz yatırımlar, az gelişmiş ülkelerin düşük işçi maliyetinden yararlanma, farklı pazarlara açılma ve lojistik masraflarını azaltma amacıyla yapılır (Erdoğan, 2016: 15).

Yap-işlet devret modeli: Bu yatırım, bir kamu alt yapı veya hizmetinin, finansmanı özel bir şirket tarafından karşılanarak gerçekleştirilmesidir. Yatırım, 10-15 yıl gibi bir süre sonra ülkeye devredilir. Bu süre zarfında ülke kaynağı sağladığı firmaya belirli fiyattan ödeme yapmayı taahhüt eder.

Yeniden yatırım kazançları (Reinvested Earnings): Önceden yapılmış olan doğrudan yabancı yatırım sonucu kazancın kâr payı olarak dağıtılmayıp tekrar yatırıma dönüştürülmesi ile gerçekleşen yatırım türüdür (Erdoğan, 2016:17).

Transfer Fiyatlandırması (Transfer Pricing): Çok uluslu şirketler kârlarını maksimize etmek için, şubeler arasında, ürün ve teknoloji alışverişi yaparak fiyatları istedikleri gibi belirleyebilir. Bu sayede istedikleri ülkede vergi ödeyebilir, gümrük tarifesi ve kotalardan en az şekilde etkilenirler. Firmalar bahsedilen bu faydalardan yararlanmak için doğrudan yabancı yatırım yapabilirler.

Zorunlu yatırımlar: Yabancı yatırımcı kazancını ülkesine transfer edemiyorsa, yatırım yapılan ülkeye istemeyerek yeniden yatırım yapmasıdır.

Bu yatırımlar yapılma şekillerine göre yatay ve dikey olarak sınıflandırılır. Yatay yatırımlar; yatırımın yapıldığı ülkede, kendi ülkesindeki faaliyetlerin aynısını

yapmak amacıyla yapılan yatırımlar iken, dikey yatırımlar; kendi ülkesindeki faaliyetlerinden ilerisine veya gerisine faaliyet ekleyerek yapılan yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırım genelde dikey yatırım olarak gerçekleşir (Caves, 1971: 3-5).

1.3.1.2. Ülkeye Giriş Amaçlarına Göre Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırıma artan ilgi, onun neden ve sonuçlarını açıklamaya çalışan teorilerin zamanla ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu teoriler:

Getiri Farklılıkları Teorisi: Getiri farklılıkları teorisi uluslararası sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik ilk girişimlerden biridir. Bu hipotezdeki ana düşünce, firmaların doğrudan yabancı yatırım yapmalarındaki tek nedenin kâr maksimizasyonu olduğudur. Sermaye, sermaye fazlası olan düşük getirili ülkeden, sermaye kıtlığı olan yüksek getirili ülkeye doğru akmaktadır. Teoride, risk tarafsızlığı kabul edilmekte ve yatırım kararını etkileyen tek faktörün getiri oranı farkı olduğu savunulmaktadır (Agarwal, 1980: 741-742; Moosa, 2002: 24-25; Kahai, 2004: 15).

Riski Çeşitlendirme Teorisi: Risk çeşitlendirme teorisi, çok uluslu firmalar doğrudan yabancı yatırım yapma kararı alırken, yatırımın yalnızca beklenen getiri oranlarıyla değil, aynı zamanda risk düzeyini de göz önünde bulundururlar. Teori, çok uluslu şirketlerin farklı ülkelerde yatırımlar yaparak çeşitlendirme etkisi ile riski azaltmaya çalıştıklarını varsaymaktadır (Dunning v.dğr., 2008: 89). Çok uluslu şirketler, devletin sermaye üzerindeki kontrolleri, gelecekte döviz kuru belirsizlikleri, vergi politikaları, kar transferleri önündeki olası engeller, hukuki düzenlemeler gibi nedenlerle ortaya çıkan riskleri çeşitlendirme yaparak azaltmak isterler (Moosa, 2003: 321-322).

Döviz kuru teorisi: Aliber (1970) tarafından geliştirilen teori, firmaların neden yurtdışında üretim yaptıkları değil, yaptıkları yatırımları neden kendi para birimleri ile yapmadıklarını araştırmıştır. Şirketlerin doğrudan yabancı yatırım kararında, döviz kuru değişimleri önemli olacaktır. Yerel para biriminin değer kaybetmesi yerli varlıkları yabancılar için daha cazip hale getirirken, yabancı varlıkları kendi ülkesinde yaşayanlar için daha pahalı hale getirmektedir. Ayrıca yerel para biriminde yaşanacak değer kaybı, üretim faktörlerinin birim maliyetlerini azaltacak ve böylece yabancı şirketler için daha cazip konuma getirecektir. Ayrıca yerel para biriminin değer kaybetmesi yatırımcıların yerli para birimi açısından daha büyük yatırım yapma fırsatı sağlar. Bu nedenlerden dolayı yerel para biriminde yaşanan bir değer kaybı ülkeye giren doğrudan yabancı yatırım miktarını artıracaktır (Moosa, 2002: 44-45).

Thomas ve Grosse (2001) tarafından 1980-1995 döneminde Meksika'ya yapılan doğrudan yabancı yatırımlar üzerine yaptıkları çalışmada, daha yüksek reel döviz kuruna sahip bir ülkedeki şirketin, Meksika'ya yatırım yapma ihtimalinin daha yüksek olduğunu saptamıştır. Ayrıca Thomas ve Grosse (2001), şirketlerin doğrudan yabancı yatırımı döviz kuru riskinden korunma aracı olarak da gördüğünü belirtmiştir. Çünkü şirketler ihracat yaptıkları yerdeki paranın olası bir değer kaybında ihracat gelirlerini kaybedeceklerdir. Şirketler, karşılaştıkları bu kur riskini doğrudan yabancı yatırım yaparak aşmak isteyebilirler. Örneğin Alman araba üreticisi Volkswagen (VW), Beetle modeli ile ABD pazarındaki satışları bir hayli fazlaydı. VW Beetle modelini Almanya merkezli üretimle gerçekleştirip ABD pazarına ihraç ediyordu. Ancak VW, 1970'li yıllarda mark dolar karşında önemli bir şekilde değer kazanınca (%40) kur riski ile karşılaşmıştır. VW bu durum karşında ABD'de Beetle modelinin satış fiyatını dolar bazında artırmayı tercih etmiştir. VW'nin bu kararı sonrasında ABD satışları ciddi şekilde azalmıştır. VW'nin 1969 yılında 330 milyon mark net kârı, 1973 yılında 807 milyon mark net zarara düşmüştür. VW yaşadığı kur riski karşında ilk olarak, dolar bazındaki gelirleri ile giderlerini eşitleyebilmek için dolar kredisi almış ve daha sonra ABD'de üretim tesisi kumuştur (Oxelheim ve Wihlborg, 2008: 10-11).

Caves (1988), döviz kurunun doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisini yatırımın amacına göre değiştiğini vurgulamaktadır. Yatırımcının amacı yerel piyasada hizmet vermekten ziyade ihracat yapmak ise, ev sahibi ülkede dolar kurunun değersizleşmesi şirketlerin, ihracat açısından yüksek rekabet gücü elde edeceklerinden ve yerel para cinsinden kârlılıkları artacağından doğrudan yabancı yatırım girişlerini teşvik edeceğini vurgulamaktadır. Ancak yatırımcının amacı yerel ülke pazarına hizmet vermek ise (ticari kotalardan, ticari engellerden kurtulmak için), ev sahibi ülkede dolar kurunun değersizleşmesi, yerli tüketicilerin daha düşük satın alma gücü nedeniyle doğrudan yabancı yatırım girişlerini teşvik etmeyeceğini vurgulamıştır (Moosa, 2002: 45-46).

Pazar Büyüklüğü Teorisi: Bu teori ev sahibi ülkedeki doğrudan yabancı yatırım miktarı, o ülkedeki çok uluslu şirketlerin satışlarına ve pazar büyüklüğüne (GSYİH) bağlı olduğunu varsayar (Agarwal, 1980: 746; Moosa, 2002: 25; Moosa, 2003: 322). Bu durum özellikle ithal malı ikame eden doğrudan yabancı yatırımlar için geçerlidir. Ülkeler sağlıklı büyüme sergiledikçe, doğrudan yabancı yatırım için hedef ülke konumunda olacaklardır. Balassa (1966), yeterince büyük bir pazar, üretim faktörlerinin daha verimli kullanılmasına ve dolayısıyla maliyet minimizasyonuna sebep olabileceğini vurgulamaktadır.

Endüstriyel Organizasyon Teorisi: Hymer tarafından ortaya atılan ve Kindleberger ve Caves ile geliştirilen bu teori, çok uluslu şirketlerin doğrudan yabancı yatırıma yönelme nedenlerini ortaya koymaya çalışmaktadır. Uluslararası yatırım yapan şirketler risk ve belirsizlikle karşı karşıya kalırlar. Bu yüzden çok uluslu şirketler yaptıkları yatırımlarda yerel firmalara göre ilave maliyetlere katlanır. Teoriye göre çok uluslu şirketlerin bu piyasalarda başarılı olabilmeleri, yerel firmalara göre tekel üstünlüğü sağlayacak bazı avantajlara bağlıdır. Bunlar avantajlar arasında, teknolojik üstünlük, yönetim ve pazarlama becerileri, marka-patent, firmaya özgü temel yetenekler gibi üstünlükler sayılabilir. Teoride bu üstünlüklere sahip olan firmalar, piyasaya girişi engelleyici tekel gücüne sahip olacak ve piyasada eksik rekabet koşulları oluşacağını savunur (Moosa, 2002 29-30; Dunning v.dğr., 2008: 83-84; Kahai, 2004: 16).

Oligopolistik Tepki Teorisi: Birkaç büyük firmanın egemen olduğu piyasada (oligopol) firmaların almış olduğu kararlar birbirlerini izler. Benzer mal ihraç eden firmalardan biri doğrudan yabancı yatırım yaparak dış piyasa açıldığında rekabet halinde olduğu şirketlerde onu takip edecektir. Çünkü firma doğrudan yabancı yatırım yaparak pazarı ele geçirerek, diğer firmaların ihracatını azaltacak, daha iyi satış sonrası hizmet verecek ve iç piyasada bilgi ve tecrübe eksikliğini gidererek rekabet avantajı elde edecektir. Bu nedenle diğer şirketler pazar paylarını kaybetmemek için doğrudan yabancı yatırım yaparak rekabete girmek isteyecektir (Seyidoğlu, 2015: 657-658).

İçselleştirme teorisi: Teori, tam rekabet piyasası koşullarında doğrudan yabancı yatırım akışlarını açıklamaya çalışmaktadır. Teoriye göre, firmaların dışa bağımlılıktan kurtulmaları gerekmektedir. Çok uluslu şirketler ara malın alışı ve satışında birçok problem ile karşı karşıya kalmaktadır. Firmaların bu problem ve belirsizliklerden kurtulmak istemesi ve ayrıca kendine özgü avantajları firma içinde tutmak istemesi nedeniyle firmalar içselleştirme yapmaya yönelmiştir. Örneğin çelik firması uluslararası piyasalardan demir cevheri elde etmek zorundandır. Firma bu demir cevherini elde ederken bazı belirsizlikler (teslimat süresi gibi) ile karşı karşıya kalacaktır. Bu firma bir maden şirketi satın alırsa, taşıma maliyetlerini ve hammadde sağlama ile ilgili yaşadıkları belirsizlikleri piyasayı içselleştirme yolu ile ortadan kaldırabilir. İçselleştirme iki şekilde meydana gelir. İlki, üretim sürecinin dikey bütünleşmesidir. İçselleştirme teorisine iki eleştiri getirilmiştir. İlk olarak teoriyi test etme şansı olamaması, ikinci olarak ampirik içeriği olmayacak kadar genel olmamasıdır (Agarwal, 1980: 753-754; Dunning v.dğr., 2008: 93-94; Moosa, 2002: 32-33).

Dunning Elektik (OLI) Paradigma: Dunning'in OLI paradigması doğrudan yabancı yatırımın nasıl yapıldığını ve nerede yapılması gerektiğini açıklamaya çalışır. Teori bunu açıklarken firmaların neden uluslararası faaliyetlere girdiğini, uluslararası faaliyetler arasından hangisini seçmesi gerektiğini ve eğer bu faaliyetleri gerçekleştirmek için doğrudan yabancı yatırım seçilmiş ise nerede yapılacağı ilgili üç temel soruna cevap arar (Moosa, 2002: 36). Dunning, doğrudan yabancı yatırımın ülkeye girişinde etkili olan OLI modelini geliştirmiştir. Dunning'e göre doğrudan yabancı yatırımın meydana gelebilmesi için üç koşulun aynı anda sağlanması gerekmektedir. Bunlar; sahiplik avantajları (Ownership), lokasyon avantajları (Location) ve içselleştirme (Internalization) üstünlükleridir (Moosa, 2003: 323-324; Dunning v.dğr., 2008: 95).

Sahiplik avantajı (Ownership): Dunning yabancı yatırımın neden yapıldığını sahiplik avantajı ile açıklar. Firma diğer uluslararası firmaların sahip olmadığı avantajlara sahiptir. Firmaya özgü olan bu avantajlar, ülke dışında rekabet avantajı sağlayacak olan teknik, bilgi ve becerilerdir. Genel olarak bu avantajlar (Dunning v.dğr., 2008: 101):

- *Mülkiyet hakları, dokunulamayan soyut varlık avantajları:* Bunlar yönetim organizasyon ve pazarlama üstünlükleri, teknoloji, entelektüel sermaye, temel yetenekler, finansman, know-how, marka, patent gibi özelliklerdir.
- *Ortak yönetim avantajları:* Girdilere erişim önceliği, ana firmanın yavru şirketlerle ile işbirliği yeteneği, piyasalara erişme ayrıcalığı, uluslararası piyasalar hakkında daha iyi bilgi edinme, riskleri azaltma ve çeşitlendirme yeteneği gibi avantajlardan oluşur.
- *Kurumsal varlıklardan kaynaklanan avantajlar:* Kurumlar, firma ile paydaşları arasında katma değer sürecini yöneten resmi ve gayri resmi kurumlardır. Kurum kültürü, liderlik ve yönetim çeşitliliği, çalışanları güdüleyici sistemlerden oluşur.

İçselleştirme avantajları (I): Yabancı yatırımcının daha çok franchising veya lisanslama yerine ülkede üretim yapmasını sağlayan üstünlüklerdir. Girdi fiyatları, pazarın durumu, kalite, verimlilik, yatırım, taşıma ve iletişim maliyetleri, yatırım teşvikleri, üretim önündeki engeller, ülkedeki dil, kültürel ve politik farklılıklar, hükümet stratejileri ile yasal ve düzenleyici bir sistemi içerir (Dunning v.dğr., 2008: 102).

Lokasyon avantajları (L): Yabancı sermayenin nerede gerçekleştirileceği sorusuna cevap aramaktadır. Şirketler yabancı ülkede üretim yaparak, kendi ülkesine

göre lokasyon avantajı elde etmesini sağlar. Lokasyon avantajı yabancı sermaye çekmek için yapılan teşvikler ve ülkeye ait özelliklerden oluşur. Büyük pazara yakınlık, vergi avantajı, ticari ayrıcalıklar, kaynak bulunabilirliği, alt yapısı, girdi fiyatları, taşıma, iletişim ve iş gücü maliyetleri ve vasıflı işgücü gibi özellikleri barındırır (Dunning v.dğr., 2008: 101-102).

Duninnig v.dğr. (2008: 99-100) elektik paradigmaya göre, firmaların yabancı ülkede yatırım yapmaları için dört koşu yerine getirmesi gerekir. Bunlar:

1. Firmaların girmeyi düşündüğü veya daha önce girdiği pazarlarda rakiplerine oranla sahiplik avantajlarını artırması ve güçlendirmesi gerekmektedir.
2. Birinci durum yerine getirildiğinde, firmalar bu sahiplik avantajlarını devretmek yerine kendisinin bizzat kullanmasının avantajlı olduğunu fark etmesi gerekmektedir. Bu durum piyasanın içselleştirilme avantajı olarak adlandırılır. Bu avantaj firmaya sektörde tekel üstünlükler sağlamasına yardımcı olur.
3. Birinci ve ikinci koşul gerçekleştiğinde, sahiplik avantajlarını kullanabilmesi için uygun yer seçilmelidir. Kaynakların ve kapasitelerin yer açısından eşit dağılmadığı varsayımı ile birlikte, yer avantajlarına sahip olan şirketler rekabet üstünlüğü sağlayacaktır.
4. Belirli firmaların OLI avantajı sahipliği göz önüne alındığında yabancı yatırım, şirketin paydaşlarının uzun dönemli hedefleri ve yönetim organizasyon stratejisini destekleyen kurumlarla tutarlı şekilde olmalıdır.

Ürün Döngüsü Teorisi: Vernon (1966) tarafından geliştirilen teori ABD'deki çok uluslu şirketlerin yaptığı doğrudan yabancı yatırımları açıklamaya çalışmak için ürün döngüsünü kullanmıştır (Dunning v.dğr., 2008: 85). Vernon'a göre ürün döngüsü, ürün geliştirme dönemi, olgunlaşma dönemi ve standartlaşma dönemi olmak üzere üç aşamadan oluşur. İlk aşamada geliştirilen yeni ürünü, ileri teknoloji ve yüksek gelir düzeyine sahip yerde üretir. Yeni ürün ihracata yönelik değil iç pazarın talebini karşılamaya yöneliktir. Bu aşamada üretim maliyeti yüksektir. Ayrıca ürünün yeni oluşundan fiyatları yüksektir. İkinci aşamada ürüne olan talep zamanla artığundan ve üretim teknolojisi geliştiğinden üretim maliyetleri düşer. Diğer firmalarında pazara girmesi ile rekabet artar. İç piyasada artan talep ve rekabet karşısında ürünü geliştiren firma yabancı ülkede ürünü üretmeye karar verir. Yenilikçi firma doğrudan yabancı yatırım ile yabancı ülkede üretime başlar. Üçüncü ve son aşamada ürün tamamen standart hale gelir. Bu aşamada diğer üreticilerin fiyat rekabeti, yenilikçi firmayı geliştirmekte olan ülkelere yatırım yapmaya ve maliyet avantajları aramaya zorlar.

Yenilikçi firma artık ürününü geliştirmekte olan ülkelere ithal eder. Sonuç olarak ürünün olgunluk ve standart hale gelmesi üretim maliyetini önemli hale getirir. Bu maliyetler karşısında firmalar rekabet avantajını korumak için doğrudan yabancı yatırım yaparlar (Moosa, 2002: 38-39).

Bahsedilen teorilerin dayandığı diğer önemli faktörler ise; politik risk ve ülke riski, ülkelerin uyguladığı vergi politikaları, ticaretin önündeki engeller ve hükümet politikalarıdır.

Politik Risk ve Ülke Riski: Politik istikrar eksikliği, doğrudan yabancı yatırım girişlerini azaltmaktadır. Politik risk ve ülke riski, ev sahibi ülkedeki yasal ve mali çerçevelerde beklenmedik değişiklikler yapılması, belirli bir yatırımın ekonomik sonucunu ciddi bir şekilde değiştirebileceğinden kaynaklanmaktadır.

Vergi Politikaları: Ülke içinde uygulanan vergi politikaları çok uluslu şirketlerin yatırım kararını etkilemektedir. Jun (1989), kurumlar vergisi oranındaki artışın doğrudan yabancı yatırımların çıkışında bir artışa yol açtığını göstermektedir. Slemrod (1989) ev sahibi ülke ve ülke vergi politikalarının ABD'de doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisini incelemiş ve ABD vergi oranının doğrudan yabancı yatırım üzerindeki olumsuz etkisini gösteren sonuçlar elde etmiştir (Moosa, 2002: 51)

Ticari Engeller: Doğrudan yabancı yatırım, kota gibi ticaret engellerini aşmak için gerçekleştirilebilir. Çünkü doğrudan yabancı yatırım ticarete alternatif olarak görülebilir. Örneğin, ABD hükümeti tarafından uygulanan tarifeleri ve kotaları aşmak için Honda Ohio'da üretim tesisi kurmuştur. Meksika ve İspanya gibi ülkelerde doğrudan yabancı yatırım miktarındaki artış kısmen çok uluslu şirketlerin Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını ve Avrupa Birliği tarafından getirilen ticaret engellerini aşma arzusuna bağlanmaktadır (Moosa, 2002: 54).

Hükümet Politikaları: Çoğu hükümet çok uluslu şirketleri ülkesine çekmek için birçok teşvik uygulamaktadır. Bu teşvikler genel olarak vergi indirimleri, yatırım ve yeniden yatırım ödenekleri ve gümrük vergilerinden muafiyet gibi mali teşvikleri, hibeler ve kredi gibi finansal teşvikler, garantiler gibi yatırım teşviklerini, ithalattan kaynaklanan rekabete karşı koruma gibi ayrıcalıklar, altyapı, yakıt ve enerji kaynakları düşük maliyetle kullandırma gibi hakları içerir (Moosa, 2002: 55).

Narula ve Dunning (2000: 150) ve Dunning v.dğr (2008: 67-73) doğrudan yabancı yatırım yapan firmaları amaçlarına göre dörde ayırmıştır. Bunlar, kaynak

arayan doğrudan yabancı yatırım, yeni pazar arayan doğrudan yabancı yatırım, etkinlik arayan doğrudan yabancı yatırım ve stratejik kaynak arayan doğrudan yabancı yatırımdır.

Kaynak arayan doğrudan yabancı yatırımlar: Bir ülkede bulunmayan kaynaklara sahip olmak, kaynaklara daha düşük maliyetle sahip olmak, daha yüksek kalitede kaynağa sahip olmak veya belirli ve özel kaynakları temin etmek amacıyla yapılan yatırım türüdür. Amaç daha fazla kâr ve rekabet avantajı elde etmektir. Üç tür kaynak arayan doğrudan yabancı yatırım vardır. Bunlar:

- Fiziksel kaynak arayan doğrudan yabancı yatırım: Bu kaynak tipinde lokasyon önemlidir ve maliyet daha fazladır. Yatırım yapan firmaların aradıkları kaynaklar petrol, kömür, gaz gibi mineralli yakıtlar, bakır, kalay, çinko, elmas gibi metaller ve tütün, şeker, muz, kahve, çay gibi tarım ürünleridir.
- İşgücü arayan doğrudan yabancı yatırım: Bu yatırımlar genellikle yüksek işgücü maliyetine sahip ülkeler tarafında yapılmaktadır. Bu yatırımın amacı ucuz işgücü elde etmektir.
- Teknoloji, yönetim becerileri ve temel yetenek arayan doğrudan yabancı yatırım: Bu tür yatırımlar teknolojik kabiliyet, yönetim veya pazarlama uzmanlığı ve örgütsel beceri elde etmek amacıyla yapılır.

Pazar arayan doğrudan yabancı yatırımlar: Pazar arayan yatırımcının dış pazara veya diğer pazarlara açılmak amacıyla yaptığı yatırım türüdür. Yurt içinde ihracat yapılmasının önünde engellerin varlığı ya da yatırım yapılacak ülkedeki pazar büyüklüğü, bu yatırım kararında belirleyici kriterler olacaktır. Pazar büyüklüğü ve pazar büyümesine yönelik beklentiler dışında yatırım yapılmasının dört sebebi vardır. İlk olarak, firmanın ana tedarikçisi veya müşterisi yabancı ülkede üretim tesisi kurmuş ise bu firmalarla işlerini sürdürebilmeleri için onları takip eder ve kendisi de yabancı yatırım yapar. İkinci olarak, ürünlerin kültür farklılıklarına, yerel lezzetlere ve yerli kaynak ve yeteneklere uyarlanması gerekliliğidir. Üçüncü neden ise, lojistik maliyetlerden kurtulmaktır. Son olarak da pazarlama stratejilerinden biri olan, rakiplerinin lider olduğu pazarlarda bulunma gerekliliğidir. Bu sebeplerin ötesinde hükümetlerin bu tür yatırımları teşvik eden politikaları da bir hayli önem taşımaktadır.

Etkinlik arayan doğrudan yabancı yatırımlar: Diğer yatırım türlerini (kaynak arayan ve pazar arayan) yaptıktan sonra, ölçek ekonomisi ve risk çeşitlendirmesi ile daha fazla kâr elde etme amacıyla yapılan yatırım türüdür. Etkinliği artırmak için daha verimli iş gücü ve teknolojiye ulaşmayı amaçlar.

Stratejik kaynak arayan doğrudan yabancı yatırımlar: Genellikle yabancı şirketlerin varlıklarını edinerek, uluslararası rekabet gücü elde etme veya sahip olduğu gücü sürdürebilmesine katkı sağlayacak stratejik kaynakları elde etmeyi amaçlayan doğrudan yabancı yatırım türüdür. Bu yatırıma örnek olarak petrol üreticileri gösterilebilir. Belirli dönemde bu şirketlerin petrol ihtiyaçları olmasa bile, rakip firmalara karşı sahip oldukları avantajları korumak için bu tip yatırımlarda bulunabilirler.

Ayrıca Moosa'a (2002: 267-270) göre, doğrudan yabancı yatırım yapmanın yatırımcılar açısından bazı sebepleri vardır. Bunlar:

- Pazar ihtiyacı: Firmalar iç pazarda büyüme sınırlı olduğu durumlarda yeni pazarlar aramaya başlar ve ölçek ekonomisinden yararlanmak için yurt dışına açılmayı düşünür. Etkili pazar bölümlendirme olanağı varsa ve yurtdışı piyasalar yüksek kâr marjları sunuyor ise firma bu pazarlara hareket edecektir.
- Üretim verimliliği ihtiyacı: Şirketler kaynak maliyetlerinin ucuz olduğu ülkelerde üretim yapmayı tercih ederler. Örneğin Nike'nin ucuz işçilik için Asya ülkelerinde üretim yapması.
- Hammadde ihtiyacı: Hammaddeye ulaşmak bazen firmalar için pek kolay olmaz. Nakliye maliyetlerinden kurtulmak için hammadde kaynağına yakın noktalara üretim tesisi kurmayı isteyebilirler.
- Teknoloji ve bilgi ihtiyacı: Şirketler üretimleri için bilgi ve teknolojiye ihtiyaç duyar ve bu ihtiyaçlarını karşılayabildikleri yerlerde üretim yapmak isterler. Örneğin, bilgisayar ve yazılım şirketlerinin Amerika'da yoğunlaşması gibi.
- Risk minimize etme veya çeşitlendirme ihtiyacı: Yatırımcılar uluslararası çeşitlendirme ile sistematik riskten kurtulmak isteyeceklerdir.
- Bütünleşme: Firmalar dikey ve yatay bütünleşme yaparak maliyet avantajı ve kârlılığını artırabilirler.
- Aktarılamayan bilgiler: Firmalar temel yeteneklerden veya uzmanlık gerektiren işlerden dolayı bazen bu bilgiyi transfer edemez ve kendisi yurtdışına açılır.
- Sırların korunması: Şirketler kendilerini farklı yapan üretime ilişkin bilgileri paylaşmak istemezler. Bu yüzden lisans anlaşması yapmak yerine doğrudan yabancı yatırım yapmayı tercih ederler.
- Şirket unvanını korumak: Prestije ve markaya sahip olan şirketler lisans anlaşması yapmak yerine bizzat o ülkede üretim yapmak isteyebilirler. Örneğin McDonald's gibi.

- Şirket unvanından yararlanmak: İyi itibara sahip şirketler doğrudan yabancı yatırım yaparak başka pazarlarda şirketlerinin sahip olduğu unvandan yararlanmak isteyebilirler.
- Tarife ve kotalardan kaçınma: Yatırımcı firma bazen ihracat yaptığı ülkeyi tarife ve kotalar yüzünden kaybedebilir. Bu engellerden kurtulmak için o ülkede üretime başlamak isteyecektir.
- Döviz kuru koşulları: Yabancı firmalar, para birimleri nispeten düşük olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım yapmak ister. O ülkede ürettiği ürünleri, para biriminin değerli olduğu ülkelere satmayı tercih ederler.
- Diğer çok uluslu şirketler ile ilgili ilişkiler: Firmalar bazen yurt dışına açılan çok uluslu şirketleri takip eder. Bu durum özellikle finans kuruluşları için geçerli bir durumdur. Finans kuruluşunun müşterisi olan çok uluslu şirket, belirli yabancı ülkede üretime başladığında o ülkede de hizmet etmek için doğrudan yabancı yatırım yapar. Bu durum uluslararası bankacılığın büyüme nedenlerinden biridir.

1.3.1.3. Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri

Yabancı sermaye hareketlerinin temelinde iç ve dış faktörler vardır. Ülkeler açısından gelen sermayenin hangi faktörlerden kaynaklandığı önemlidir. Eğer gelen yabancı sermaye ülke içi dinamiklerden kaynaklanıyorsa, sermayenin ülkede daha uzun süre kalma eğiliminde olacağı düşünülür.

Yatırımcı, daima kazancın fazla olduğu yere yatırım yapmaya özen gösterir. Bunun yanında ülkedeki siyasi, psikolojik, coğrafi, sosyal ve hukuki faktörler de önemlidir. Literatürde doğrudan yabancı yatırımı etkileyen başlıca faktörler; pazar büyüklüğü, işgücü maliyeti, ekonomik büyüme oranı, ticari açıklık, dış ticaret açığı, döviz rezervi, siyasi istikrar, ticari engeller, vergiler, yatırım teşvikleri, yasal düzenlemeler, döviz kurları, ticari koruma, alt yapı, insan sermayesi, teknolojik avantajlar, piyasa ve ürün farklılaştırma avantajları ve enflasyondur (Karluk, 2009: 695-696).

Ev Sahibi Ülkeye Ait Faktörler (İçsel Faktörler): Doğrudan yabancı yatırım ülke içindeki faktörlere bağlı olarak hareket ediyorsa, bu faktörlere içsel faktörler denir. Ying ve Kim'e (2001: 954) göre ülkeye ait faktörler; mali reformlar, bütçe açığı, enflasyon, liberalizasyon ve sermaye hareketlerini kısıtlayıcı uygulamaların kaldırılması gibi faktörler olarak tanımlamıştır. Lall (1997) ise yaptığı çalışmada, ev sahibi ülke açısından doğrudan yabancı yatırımın belirleyicilerini Tablo 1.3'deki gibi özetlemiştir (Cho, 2003: 100)

Tablo 1.3: Doğrudan yabancı yatırımın belirleyicileri

Temel Belirleyiciler	Belirleyiciler	Faktörler
Ekonomik Koşullar	• Piyasalar	Büyüklik, gelir seviyesi, kentleşme, istikrar ve büyüme beklentileri, bölgesel pazarlara erişim, dağıtım ve talep modelleri
	• Kaynaklar	Doğal kaynaklar, lokasyon
	• Rekabet Gücü	İşgücüne ulaşım, maliyet, yetenek, eğitim, yönetsel teknik beceriler, girdilere ulaşım, fiziksel altyapı, tedarikçi sayısı, teknolojik destek
Ev Sahibi Ülke Politikaları	• Makro Politikalar	Önemli makro değişkenlerin yönetimi, havale kolaylığı, döviz erişim
	• Özel Sektör	Mülkiyet teşviki, açık ve istikrarlı politikalar, kolay giriş çıkış politikaları, etkin finansal piyasalar, diğer desteklemeler
	• Ticaret ve Sanayi	Ticaret stratejisi, bölgesel entegrasyon ve piyasalara erişim, rekabet politikaları, kobiler için destekler
	• Doğrudan Yabancı Yatırım Politikaları	Piyasa giriş kolaylığı, mülkiyet, teşvikler, girdilere erişim, şeffaf ve istikrarlı politikalar
Çok Uluslu Şirket Stratejileri	• Risk Algılama	Ülke risk algılaması siyasi faktörler, makro düzeyde yönetim, işgücü piyasaları, siyasi istikrar
	• Lokasyon, Kaynak, Entegrasyon, Transfer	Lokasyon üzerine şirket stratejileri, ürünlerin/girdilerin kaynağı, iştiraklerin entegrasyonu; stratejik ittifaklar, eğitim, teknoloji

Kaynak: Cho, Joong-Wan (2003).” Foreign Direct Investment: Determinants, Trends in Flows And Promotion Policies”, *Investment Promotion and Enterprise Development Bulletin for Asia and the Pacific*, Part V, 99-112, 100.

UNCTAD’ın 1998 yılında doğrudan yabancı yatırımın trend ve tanımları adlı dünya yatırım raporunda, doğrudan yabancı yatırımı ev sahibi ülke açısından (içsel faktörler) belirleyen faktörler üzerinde durulmuştur. UNCTAD yatırımı etkileyen faktörleri üç gruba ayırmıştır. Bunlar; politik faktörler, yatırım ortamına ilişkin faktörler ve ekonomik faktörlerdir (UNCTAD 1998: 91).

Tablo 1.4: UNCTAD’a göre doğrudan yabancı yatırımın belirleyicileri

Ev Sahibi Ülkedeki Belirleyiciler	
I. Politik Faktörler	• Ekonomik istikrar, politik istikrar ve sosyal istikrar, • Yabancı yatırımın giriş ve işlemlerine ilişkin kurallar, • Piyasanın yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar, • Yabancı şirketlerin anlaşma standartları, • Doğrudan yabancı yatırım ile ilgili uluslararası anlaşmalar, • Özelleştirme politikası, • Ticaret politikası ve ticaret politikalarının tutarlılığı, • Vergi politikaları.

II. Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler	• Yatırım promosyonu (imaj yaratılması, yatırımı kolaylaştırma, yatırım üreten faaliyetler vb.), • Yatırım teşvikleri, • Kötü maliyetler (yolsuzluk vb.), • Sosyal olanaklar (yaşam kalitesi vb.), • Yatırım sonrası hizmetler.	
III. Ekonomik Faktörler	Yatırım Stratejileri	Faktörler
	Pazara Yönelme	• Pazar büyüklüğü ve kişi başına düşen gelir, • Pazar büyümesi, • Bölgesel ve küresel pazarlara erişim, • Tüketici tercihleri, • Piyasaların yapısı.
	Kaynağa/Stratejik Varlığa Yönelme	• Hammaddeler, • Düşük maliyetli vasıfsız işgücü, • Vasıflı işgücü, • Teknolojik, yenilikçi ve diğer yaratılmış, varlıklar (markalar vb.), • Fiziki altyapı (limanlar, yollar telekomünikasyon vb).
	Etkinliğe Yönelme	• Kaynakların/ varlıkların maliyeti ve iş gücü verimliliği, • Diğer girdilerin maliyeti (iletişim, ara mallar), • Bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyelik, ölçek ekonomisi.

Kaynak: UNCTAD (1998). *World Investment Report, Trend and Determinants*. United Nations Publication. 91.

Dış Dünya ile İlgili Faktörler (Dışsal Faktörler): Dışsal faktörler genel olarak sermayenin geldiği ülke dinamiklerinden ziyade, gelişmiş ülke ekonomilerinin dinamikleri ile alakalı olan faktörlerdir. Başlıca dışsal faktörler:

- Gelişmiş ülkelerdeki düşük büyüme oranı: Doğrudan yabancı yatırım hareketlerini belirleyen en temel dışsal faktörlerden biri de gelişmiş ülkelerdeki ekonomik büyümenin artmasıdır. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki düşük büyüme oranı doğrudan yabancı yatırımı büyüme oranı yüksek olan ülkelere doğru itmiştir. (Nonnemberg ve de Mendonça, 2004: 1-20; Ahmet ve Zlate, 2013: 1-29)
- Gelişmiş ülke piyasalarındaki düşük faiz oranı ve kârlılığın azalması: Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranı sermayenin gelişmekte olan ülkelere gitmesindeki önemli bir faktördür. Yüksek faiz oranı spekülâtif sermaye hareketlerine arbitraj olanakları sağladığı için doğrudan yabancı yatırımın önemli belirleyicilerindendir (Kar ve Tatlısöz, 2008: 9).

- Likidite bolluğu: Gelişmiş ülkelerdeki düşük getiri ile birlikte artan likidite bolluğu, şirketleri yüksek getiri arayışına yöneltmiş ve sermayenin gelişmekte olan ülkelere kaymasına sebep olmuştur (European Central Bank, 2005: 64).
- Bölgesel ticaret anlaşmaları: Bölgesel ticaret anlaşmaları, pazar büyüklüğünü artırır, yatırım ve ticaretin önündeki engelleri kaldırır ve kârlılığı artırır. Bu nedenle, bölgesel ekonomik birleşmeler doğrudan yabancı yatırımın yapılacağı yeri belirleyen bir diğer faktördür (Kar ve Tatlısöz, 2008: 9).

1.3.1.4. Doğrudan Yabancı Yatırımların Etkileri

Doğrudan yabancı yatırımın ev sahibi ülkeye doğrudan veya dolaylı birçok etkisi olabilir. GSYİH, ödemeler dengesi ve piyasa yapısı gibi (makro ve mikro) birçok değişkeni etkiler.

Milli gelire etkisi: Yabancı yatırım ülke içinde üretime katıldığı için sermaye birikiminde ve üretim kapasitesinde bir artışa neden olacağından GSMH'yi etkileyecektir. Buradaki önemli nokta yabancı sermayenin üretim sırasında kullandığı girdileri ülke içinde mi üretiliyor yoksa başka ülkeden mi tedarik ediyor. Bir kısmı dışardan geliyor ise doğrudan yabancı yatırımın milli gelire olan net katkısı dışarıdan sağlanan bu girdilerin düşülmesi ile bulunur. (Karluk, 2009: 691; Seyidoğlu, 2015: 667)

Ödemeler dengesine etkisi: Doğrudan yabancı yatırımlar ödemeler dengesine⁶ çeşitli etkiler yapar. Yabancı sermaye gittiği ülkeye ithalatı azaltıcı ve ihracatı artırıcı etki yaparak kazandırdığı döviz, ödemeler dengesine olumlu etki yapar. Ancak yapılan kâr transferleri, üretimde kullanılan ithal mal girdisi ve diğer dış faktör ödemeleri ödemeler dengesini olumsuz etkileyecektir (Seyidoğlu 2015: 667; Erdoğan 2016: 176). Ayrıca doğrudan yabancı yatırım ülke ekonomisine yeni şirket kurma biçiminde girdiğinde ödemeler dengesine bir defaya mahsus olumlu etki yapar. Şirket üretime başladığında ihracat ve ithal ikamesi ile ödemeler dengesini olumlu şekilde etkilemeye devam eder. Ancak şirket üretimde yabancı girdiler kullanıyor ise bu durum ödemeler dengesini olumsuz etkileyecektir. Ayrıca yabancı şirket üretimi durdurup ülkeyi terk etmek istediğinde sermaye tekrar ülke dışına çıkarak ödemeler dengesini yine olumsuz etkileyecektir (Karluk 2009: 693).

⁶ Genel olarak bir ekonominin başka ekonomiler ile belirli bir dönemde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik olarak kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan tablodur.

İstihdama, ücretlere ve işgücünün niteliğine etkisi: Doğrudan yabancı yatırım ülkeye giriş şekillerine göre istihdamı etkileyebilir. Moosa'a göre, doğrudan yabancı yatırımın istihdama etkisi üç şekilde özetlenebilir (Moosa, 2002: 77). Doğrudan yabancı yatırım; (i) yeni tesisler kurarak istihdamı artırabilir, (ii) birleşme ve satın alma şeklinde yapılarak mevcut istihdamı koruyabilir, (iii) tesisin kapatılması veya işten çıkarılmalar ile istihdamı azaltabilir.

Doğrudan yabancı yatırım aynı zamanda işgücüne ödenen ücretleri de etkileyecektir. Yabancı sermayeli şirketlerin yerli şirketlere nazaran daha fazla ücret ödemesi beklenir. Bunun birçok sebebi olabilir. Bunlardan ilki, kullandıkları teknoloji itibarıyla vasıflı işçiye olan ihtiyaçtır. İkinci neden ise, işgücünün yabancı sermayeli şirketlerde çalışmak istememesi ve bu durumu yüksek ücret vererek aşması olabilir. Üçüncü olarak, ev sahibi ülke politikaları veya zorlamaları yüzünden işgücüne daha fazla ücret ödemek zorunda kalabilirler. Dördüncü olarak, elindeki vasıflı işgücünü kaybetmek istemediğinden ve teknolojik avantajlarının sızdırılmasını istemediklerinden daha fazla ücret ödemek zorunda kalabilirler. Son olarak ise, yerel işgücü piyasasında bilgi eksikliğinden dolayı işgücüne daha fazla ücret ödeyebilirler (Lipsey ve Sjöholm, 2004: 416). Bunların yanında işsizliğin yüksek ve işgücünün düşük ücretlerle çalıştığı ülkelerde, ödenen yüksek ücretler ekonominin ücret yapısını bozabilir (Alpar, 1980: 124-125).

Çok uluslu şirketler yatırım yaptığı ülkenin teknolojisinden daha ileri teknolojiye sahiptirler. Bu yüzden yeni alınan işçilerin, eldeki gelişmiş teknolojiyi kullanmaları için eğitilmeleri gereklidir. Bu eğitilen işçiler çok uluslu şirketlerden ayrılıp yerli şirketlerde çalışmaya başlarsa, ülkenin işgücü eğitimine net katkı sağlamış olurlar (Erdoğan, 2016: 185).

Teknolojiye etkisi: Teknoloji üretimi gelişmiş ülkelerde, özellikle de çok uluslu şirketlerde yoğunlaşmıştır. Çok uluslu şirketler, güçlü stratejik varlıklara ve yüksek Ar-Ge harcamalarına kaynak ayırabilecek güce sahiptir ve bu yüzden ileri teknolojinin büyük çoğunluğunu bünyelerinde bulundururlar. Dolayısıyla çok uluslu şirketler hem teknoloji üretme hem de teknoloji transferinde önemli rol oynamaktadır. (Bende-Nabende, 2002: 144, Aktaran Erdoğan, 2016: 186; Batmaz ve Tekeli, 2009: 47).

Doğrudan yabancı yatırım ile birlikte teknoloji transferi de gerçekleşir (Seyidoğlu, 2015: 667). Teknoloji transferi; lisans anlaşmaları, yönetim sözleşmeleri, teknik yardım sözleşmeleri, işbirliği, finansal kiralama, Ar-Ge faaliyetleri gibi kanallarla doğrudan gerçekleşeceği gibi bilimsel konferans, bültenler, insan

kaynaklarının geliştirilmesi gibi dolaylı şekilde de gerçekleşebilir (Erdoğan, 2016: 187-188). Gelen doğrudan yabancı yatırım, ülkedeki teknolojik ilerlemenin yanı sıra sermaye birikimini arttırarak ekonomik büyüme ve verimliliğe önemli katkı sağlar (Moosa, 2002: 86-87).

Doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkeler tarafından ileri teknolojiye erişim için önemli bir kanaldır. Aktarılan bilgi ev sahibi ülkeye sızarak pozitif dışsallığa yol açabilir (Moosa, 2002: 86-87). Doğrudan yabancı yatırım ile aktarılan teknoloji tüm ülke tarafından benimsendiği ve uygulandığı zaman ülke çapında fayda sağlayacaktır. Doğrudan yabancı yatırım ile gelen teknolojik yenilik diğer firmalar tarafından üç şekilde alınır. İlk olarak, yerel firmalar çok uluslu şirketleri gözleyerek ve taklit ederek doğrudan yabancı yatırım ile gelen teknolojiyi öğrenebilir. İkinci olarak, çok uluslu şirketlerden aldıkları işçiler vasıtasıyla doğrudan yabancı yatırım ile gelen teknolojiyi öğrenebilirler. Son olarak ise, muhasebe firmaları, danışman firmalar ve diğer profesyonel destek veren firmalar ile doğrudan yabancı yatırım ile gelen teknolojiyi öğrenebilirler (Blalock ve Getler, 2008: 403).

Rekabete etkisi: Yabancı sermaye geldiği ülkeye dinamizm kazandırarak iç rekabeti artırır. Yabancı sermayenin ülkeye girişi tekelleşmenin önüne geçerek kaynak verimliliğin artmasına ve fiyatların düşmesine neden olur (Seyidoğlu, 2015: 668). Ancak yabancı sermaye ile gelen ileri teknoloji ve yöneticilik bilgisi iç piyasada haksız rekabete sebep olabilir.

Çok uluslu şirketler özellikle satıcı sayısının az olduğu piyasalara rekabeti de beraberinde getirir. Bu rekabet fiyat düzeyinde olabileceği gibi ürün düzeyinde de olabilir. Bu yüzden, doğrudan yabancı yatırım ile rekabet ve ürün çeşitliliğinin artması, ürünlerdeki kalitenin yükselmesi ve yeni ürünlerin üretilmesi ile piyasaların daha etkin hale gelmesi beklenir. Doğrudan yabancı yatırımdan optimum fayda sağlayabilmek için hükümetin uygulayacağı rekabet politikaları önem kazanmaktadır. Bu rekabet politikaları etkin ve şeffaf şekilde uygulanmalıdır (Erdoğan, 2016: 190-191).

Krizlere etkisi: Bir ülkeye gelen doğrudan yabancı yatırım uzun dönem o ülkede bulunmak için gelir. Doğrudan yabancı yatırımlar ülkede genellikle yeni fabrika kurma, satış zinciri oluşturma, yönetim ve teknoloji transferi şeklinde geldiğinden, yabancı portföy yatırımlarının aksine daha durağan yatırımlardır. Çünkü işçi çıkartmak, üretimi durdurmak, yatırımlara son vermek ve yatırımı bırakıp ülkeyi terk etmek uzun bir zaman gerektirir. Bu yüzden yabancı portföy yatırımlarının aksine ekonomideki kısa süreli dalgalanmalardan etkilenmez (Erdoğan, 2016: 192).

Verimliliğe etkisi: Özellikle gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ile gelen çok uluslu şirketler, yerel şirketlere göre daha verimli bir şekilde çalışmaktadır. Bunun nedeni, üretim ölçeklerinin yerel şirketlere göre daha verimli olması ve ileri teknolojiye sahip olmalarıdır. Yerel şirketler yabancı sermayeli şirketlerin üretim tekniklerini, pazarlama stratejilerini taklit ederek daha verimli bir şekilde üretim yapmaya çalışabilir veya artan rekabet koşulları yerel şirketleri daha verimli çalışmaya itebilir (Arıkan, 2006: 43).

Hizmet sektörüne etkisi: Hizmetler üretildikleri yerde tüketildiklerinden çok uluslu şirketler başka ülkedeki hizmet sektörüne girebilmek için doğrudan yabancı yatırım yapmaları gerekmektedir. Son yıllarda dünyada yapılan doğrudan yabancı yatırımların yaklaşık %60'ı hizmet sektörüne yapılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımın hizmet sektöründeki bu artışı geliştirmekte olan ülkelerde daha belirgindir. Gelişmekte olan ülkelerde hizmet sektörüne yapılan doğrudan yabancı yatırım son on yılda yaklaşık 6,5 kat artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde bu artışın birkaç sebebi olabilir. Bunlar:

- Dünyada hizmet sektörünün önemi her geçen gün arttığından, yabancı yatırımcılar için büyük fırsatlar sunmaktadır. Hizmet sektörü, geliştirmekte olan ülkelerde GSYİH'nin %52'sini oluşturmaktadır.
- Devlet tarafından işletilen kamu hizmetlerinin özelleştirmeye açılması ve ülke için önemli hizmet endüstrilerinin sürekli serbestleştirilmesi
- Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki ilerlemeler (e-ticaret ve telekomünikasyon)
- Gelişmiş ülkelerde hizmetler geliştirmekte olan ülkelere göre daha pahalıdır. Hizmet sektörüne yapılan doğrudan yabancı yatırımlar genellikle gelişmiş ülkelere geliştirmekte olan ülkelere doğru yapılır. Bu durum ülkedeki mevcut hizmetlerin kalitesini ve çeşitliliğini artıracaktır. Ayrıca yerel firmalara göre sahip oldukları kaynaklar sayesinde maliyetleri diğer firmalara göre düşük olacağından kârlılıkları da yüksek olacak ve sermaye kazancı elde edeceklerdir (Balassa 1964; UNCTAD, 2004: 96; Ramasamy ve Yeung, 2010: 574-575).

Hizmet sektörüne yapılan doğrudan yabancı yatırımın ülkeye önemli etkileri vardır. Doğrudan yabancı yatırım ile birlikte ülkeye yabancı şirketin sahip olduğu yüksek teknoloji, know-how, insan sermayesini ve pazarlama ve yönetim tekniklerini de aktarılır. Bu durum ülkedeki bilgi birikim seviyesini artıracaktır. Diğer bir etkisi piyasada rekabeti artırarak kalite artışı ve beraberinde verimlilik artışı sağlayabilir. Ayrıca ülkedeki bazı hizmetler ülkedeki tüm işletmelere doğrudan hizmet

sağladığından, bu sektörün gelişmesi tüm ülkeyi etkileyecektir. Örneğin altyapı hizmetleri; enerji, telekomünikasyon ve ulaşım gibi hizmetleri sağlar, finansal ve muhasebe hizmetleri; kolay ve güvenli şekilde ticari işlemleri sağlar, iyi eğitilmiş ve kalifiye işgücü yaratmaya yönelik eğitim hizmetleri; ülkedeki insan sermayesini artırır. Bu nedenle hizmet sektörüne yapılan doğrudan yabancı yatırım, ekonomik büyümeye, istihdama ve sosyal kalkınmaya olumlu katkıda bulunarak, özellikle gelişmekte olan ülkelerin gelişmesinde hayati bir rol oynamaktadır.

Diğer etkiler: Yabancı sermayenin sağladığı kârlar ev sahibi ülke için bir vergi kaynağı oluşturur. Ev sahibi ülkenin hükümet politikaları çerçevesinde belirlendiği vergi oranları çok yüksek olursa yabancı yatırımcı bu ülkeyi tercih etmeyecektir (Seyidoğlu, 2015: 668). Ayrıca çok uluslu şirketler bu vergi ödemelerinden kaçınmak için transfer fiyatlaması yoluna gidip ev sahibi ülkeyi vergi kazancından mahrum bırakabilir (Kahai, 2004: 41). Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin çoğu doğrudan yabancı yatırımı ülkelerine çekebilmek için hükümet politikalarında bir takım serbestlikler yapar. Bu serbestliklerin biri de çevre kirliliği ile ilgili düzenlemelerdir. Çok uluslu şirketler çevre kirliliğine sebep olduğundan ana merkezinde yapamadığı üretimi, yatırımın yapıldığı ülkede yaparak çevre kirliliğine neden olabilir (Kahai, 2004: 4).

1.3.1.5. Doğrudan Yabancı Yatırım Ekonomik Büyüme İlişkisi

Doğrudan yabancı yatırım, ülkedeki sermaye birikimini artırarak, istihdamı etkileyerek, altyapı ve kurumların gelişmesine katkı sağlayarak, elindeki ileri teknolojiyi transfer ederek, ülkedeki insan sermayesini dolaylı olarak geliştirerek ve pozitif dışsallıklar ile ekonomik büyümeye katkı sağlar (Borensztein v.dğ., 1998: 134-135; De Mello, 1999: 134; Zhang, 2001: 177; Herzer v.dğ., 2008:794). Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki bu etkilerine büyüme modelleri açısından baktığımızda, neoklasik ve içsel büyüme modelleri zıt görüşler barındırır. Neoklasik büyüme modeli, uzun dönemli ekonomik büyümenin yalnızca dışsal olarak kabul edilen teknolojik ilerleme ve/veya iş gücü artışından kaynaklanacağını savunur. Sermayenin azalan getirisi varsayımı altında, ülkede teknolojik gelişme olmadan ekonomik büyüme yavaşlayacak veya duracaktır. Dolayısıyla neoklasik büyüme modelinde doğrudan yabancı yatırım, teknolojik ilerlemeyi etkilemediği sürece uzun dönemde büyümeyi değiştiremeyecektir (Iamsiraroj, 2016: 117).

Neoklasik büyüme modellerinin aksine, içsel büyüme modelleri doğrudan yabancı yatırımı içsel bir kaynak olarak görmekte ve gelişmekte olan ülkelerin büyüebilmesi için gerekli olduğunu ileri sürmektedir (Gönel, 2010: 76-77). Doğrudan

yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi teknoloji ve insan sermayesine aktarılan bilgiye bağlıdır. Aktarılan bu bilgilerin gelişmesi ve bilgilerin tüm ülkeye yayılması pozitif etkiler yarattığı için teknoloji içsel bir değişkendir. Doğrudan yabancı yatırım ile gelen teknolojinin tüm ülkeye yayılması, uzun dönemli büyümeyi teşvik etmektedir. Ancak bu durumun gerçekleşmesi, insan sermayesi stokuna ve ev sahibi ülkedeki firmaların emilim kapasitesine bağlıdır (Borensztein v.diğ., 1998:133-134; Zhang, 2001: 177; Herzer v.dğr., 2008:794; Bellumi, 2014: 2). Ayrıca doğrudan yabancı yatırım, teknoloji yayılımı yolu ile mevcut bilgi birikimini artırarak, iş gücünü eğitim, beceri ve yönetsel olarak eğiterek, işletme içinde örgütsel düzenlemeler ile sermayenin azalan getirisini dengeler. Romer'a (1986) göre, bilginin mükemmel olarak patentlenmesi veya gizlenmesi mümkün değildir (Taban, 2016: 155-156). Bu durumda doğrudan yabancı yatırım ile elde edilen yeni bilginin üretim yapan diğer firmalar tarafından kullanılması (spillover effect) büyümeyi olumlu etkileyecektir (De Mello, 1999: 134). Blomström'e (2002: 171) göre doğrudan yabancı yatırım;

- yeni teknolojiler getirerek, ülkedeki insan sermayesini eğiterek, ülkenin bilgi stokunu artırarak,
- tekel piyasayı kırıp rekabet ve verimliliği teşvik ederek,
- stok, dağıtım kanalı, pazarlama tekniklerini ülkeye transfer ederek ve yerel firmaların bu yönetim tekniklerini öğrenmesini sağlayarak, yayılma etkisi (spillover effect) sağlar.

Sonuç olarak içsel büyüme modeli sermayeyi, insan sermayesi ve teknoloji faaliyetleri biçiminde tanıtmakta ve buradan doğacak dışsallıkları ortaya koymaktadır. Doğrudan yabancı yatırım ev sahibi ülkede, üretim sistemlerine yeni girdilerin ve yeni teknolojilerin dâhil edilmesini teşvik eder. Doğrudan yabancı yatırım, geldiği ülkede üretkenlik ve pozitif dışsallıklar yaratıyorsa ekonomik büyümeyi içsel olarak artırabilir (Zang, 2001: 177; Herzer v.dğr., 2008:794; Iamsiraroj, 2016: 117). Doğrudan yabancı yatırım, sermaye birikimine yaptığı doğrudan katkı ve ülkedeki insan sermayesini, know-how'u ve teknolojiyi dolaylı olarak artırarak ekonomik büyümeyi destekler. Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini daha iyi açıkladığı için çalışmalarda içsel büyüme modellerini kullanmak daha uygun olacaktır (Iamsiraroj, 2016: 117).

1.3.2. Yabancı Portföy Yatırımları

Doğrudan yabancı yatırım dışındaki diğer bir yabancı yatırım türü de yabancı portföy yatırımlarıdır. Yabancı portföy yatırımları farklı şekillerde tanımlanmaktadır.

IMF ve OECD'e göre yabancı portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırım ve rezerv varlıklar dışında kalan, yabancı hisse senetleri ve borç senetlerine (tahvil) yapılan yatırımlardır (IMF, 2009: 110; OECD, 2001). Portföy yatırımları, bunlarla sınırlı olmamak üzere, organize ya da diğer finansal piyasalarda işlem gören diğer menkul kıymetleri de kapsar (IMF, 2009: 110). UNCTAD'a göre yabancı portföy yatırımları, bir ülkedeki yerleşik kişi veya kuruluşların başka bir ülkede sürekli ilgisini yansıtmayacak şekilde o ülkedeki şirketin sermaye kazancı öncelikli olmak üzere hisse senedini ve borç senetlerini (tahvil) satın almasıdır. Yapılan yatırımın yabancı portföy yatırımı kapsamında olması için şirketin toplam ödenmiş sermayesinin %10'nun dan daha azına yatırım yapılmış olması gereklidir (UNCTAD, 1999: 4). Genel olarak yabancı portföy yatırımları, faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla yabancı piyasadaki hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlar olarak tanımlanabilir.

Yabancı portföy yatırımlarının, doğrudan yabancı yatırımdan bazı önemli farklılıkları vardır.

- Aralarında en temel farklılık yönetime katılma ve denetim üzerinedir. Doğrudan yabancı yatırımda hisselerin % 10 veya daha fazlasına sahip olarak yönetime katılma ve uzun süreli ilgi söz konusudur. Portföy yatırımlarındaki amaç kısa sürede yüksek kazanç elde etmektir.
- Yabancı portföy yatırımları, bir şirketin hisse senetlerinin yabancılar tarafından satın alınmasından ibarettir ve ülkeye sadece sermaye girişi sağlar. Doğrudan yabancı yatırım, sermaye girişinin yanında makine ve donatım, iş becerileri, teknoloji, yönetim bilgileri ve pazarlama karmalarının da transferini yapabilir (IMF, 2009: 99; Dunning ve Dilyard, 1999: 4; Seyidoğlu, 2016: 444).
- Yabancı portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlara göre daha oynak bir yapıya sahiptir. Bu yüzden yabancı portföy yatırımlarına sıcak para denmektedir (Hattari ve Rajan, 2011: 505). Yabancı portföy yatırımları, yatırımcının beklentilerini karşılamayacak duruma gelirse yatırımlar ülkeyi terk eder. Bu durum krizlere neden olabilir (Fernandez-Arias ve Haousman, 2000: 4). Doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımlarının aksine uzun vadeli yatırımlardır ve yüksek maliyetli yatırımlar olduklarından ülkeyi kolaylıkla terk edemezler (Karluk, 2009: 691; Seyidoğlu, 2015: 652).
- Doğrudan yabancı yatırımda yatırımın anaparası ya da ana değeri ülkede kalırken, dışarıya götürülen sadece kârdır. Yabancı portföy yatırımlarının vadesi

gelince hem anapara hem de faiz ile birlikte ülkeyi terk eder (Eğilmez, 2014:105).

- Beklenen getiri yönünden farklılık vardır. Yabancı portföy yatırımları sahip olduğu yatırım araçlarından (tahvil, hisse senedi gibi) elde edilecek gelir, sermaye kazancı, temettü geliridir. Doğrudan yabancı yatırımda yatırımdan elde edilecek kazanç kârdır.

1.3.2.1. Yabancı Portföy Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar

Fon talep edenler; finansal sistemin gelişmesi, kendi ulusal piyasalarının yeterince büyük olmaması, daha fazla kazanç, daha az risk ve fon yetersizliği gibi bazı sebeplerden dolayı ulusal piyasalardan uluslararası piyasalara yönelmektedir. Uluslararası yatırım türlerinden biri olan yabancı portföy yatırımları, alacak hakkı sağlayan yatırım araçları, ortaklık hakkı sağlayan yatırım araçları ve diğer yatırım araçları ile gerçekleştirilir. Alacak hakkı sağlayan yatırım araçları sadece anapara ve faiz ödemesi sağlarken, ortaklık sağlayan yatırım araçları ise, oy kullanma hakkı, temettü ödemesi, rüşhan hakkı, bilgi edinme hakkı ve sermaye kazancı hakkı sağlar. Alacak hakkı sağlayan temel araçlar tahviller iken ortaklık sağlayan yatırım araçları ise hisse senetleridir (Aksoy, 2014: 40). Finansman bonusu, hazine bonusu ve tahviller alacak hakkı sağlayan temel yatırım araçları olup uygulamada en yaygın kullanılan tahvillerdir. Uluslararası tahviller hem devletler hem de işletmeler tarafından ihraç edilebilir. Bu yatırım araçları özellikle geri ödemesini garanti altına almak isteyen, fazla riski sevmeyen yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmektedir. Portföy yatırımlarında kullanılan uluslararası hisse senetleri ise genel olarak, çifte kayıt ettirilen hisse senetleri, yabancı hisse setleri, eurohisse senetleri, depo sertifikalarıdır. Ayrıca bu sınıflamaların dışında kalan yatırım fonları ve hedge fonları da yabancı portföy yatırımlarında kullanılan yatırım araçlarıdır. Bazı yabancı portföy yatırım araçları;

Yabancı Tahviller: Yabancı ülkenin kurallarına uyarak genellikle o ülkenin para birimi cinsinden ihraç ettikleri tahvillere yabancı tahviller denir (Solnik ve McLeavey, 2003: 313; Bodie v.dğr., 2012: 297). Türkiye’de bir şirket veya Türkiye Cumhuriyeti hükümeti New York’ta ABD doları cinsinden tahvil satması örnek gösterilebilir (Levi, 2009: 480). Yabancı tahviller ihraç edildikleri ülkelere göre farklı isimlerle anılmaktadır. Örneğin, yabancı tahvil ihraç eden ülke ABD ise yankee tahviller, İngiliz ise bulldog tahviller, Japon ise samurai tahviller, İspanyol ise matador tahviller ve Hollanda’da ise rembrandt tahviller olarak isimlendirilirler (Xu, 2008: 116).

Eurotahviller: Uluslararası kredi sendikasyonu tarafından ihraç edilen, genellikle hamiline yazılı ve ihraç edilen ülke dışında işlem gören tahvillerdir (Xu, 2008: 117; Bodie v.dğr., 2012: 297). Eurotahviller; (i) faiz gelirleri vergiden muaftır, (ii) genellikle hamiline yazılıdır, (iii) borsaya kayıt zorunluluğu yoktur, (iv) genellikle yasal düzenlemelerden muaftır, (v) uluslararası kredi sendikasyonu tarafından ihraç edilirler. Bu özellikler eurotahvillerin yatırım aracı olarak tercih edilmesini artıran unsurlardır (Seyidoğlu, 2016: 363-364; Doğukanlı, 2017: 271-272). Eurotahvilleri tercih edenler, çok iyi bilinen ve mükemmel kredi notuna sahip kuruluşlardır. Eurotahviller vadeleri bekleyerek elden çıkarılabileceği gibi vadesi gelmeden ikincil piyasalarda satılabilir. Eurotahvil ödemeleri, tahvilin ihraç edildiği döviz cinsinden yapılmak zorundadır. Eurotahvillerin ihraç türlerinden en çok kullanılanları, sabit faizli eurotahviller, değişken faizli eurotahviller, hisse senedine dönüştürülebilir eurotahviller ve varant etkili eurotahvillerdir (Aksoy, 2014: 45; Parasız ve Ekren, 2016: 78-79; Seyidoğlu, 2016: 366).

Global Tahviller: İki veya daha fazla ülkede aynı anda, çok uluslu şirketler veya hükümetler tarafından bir defada büyük miktarda fon yaratmak için ihraç edilen tahvillerdir (Xu, 2008: 117; Yalçiner, 2008: 404).

Paralel Tahviller: Hem yabancı tahvillere hem de eurotahvillere benzeyen tahvil türüdür. Eurotahvillerden farklı olarak ihraç edildiği ülkenin para birimden ihraç edilebilirler. Yabancı tahvillerden farklı olarak ise pek çok ülkede ihraç edilebilir olmalarıdır (Aksoy, 2014: 46).

Çifte Kayıt Ettirilen Hisse Senetleri: Mevcut hisse senetlerinin hem ulusal hem uluslararası piyasada aynı anda işlem görmesidir. Portföy yatırımcısı farklı ülkeye gidip herhangi bir işletmenin hisse senetlerini almak yerine kendi ülkesinde ihraç edilmiş o işletmenin hisse senetlerini alabilecektir. Böylece yatırımcılar hem uluslararası portföy çeşitlendirmesi yapıp sistematik riski azaltabilecek hem de kendi ülkesindeki kurlara ve düzenlemelere göre ihraç edilmiş hisse senetlerine yatırım yapabileceklerdir (Aksoy, 2014: 47-48).

Yabancı Hisse Senetleri: Belirli yabancı piyasada satılmak amacıyla, o ülkenin yatırım kuruluşları tarafından tamamen veya kısmen taahhütlü olarak çıkarılan hisse senetleridir. Bu hisse senetleri genellikle yabancı ülkenin para birimi ile çıkarılır ve ihraç edilen ülkenin kurallarına bağlıdır. Ayrıca ihraç eden şirketin borsaya kote zorunluluğu yoktur (Seyidoğlu, 2016: 405).

Eurohisse Senetleri: Eurohisse senetleri mali konsorsiyumun taahhüdü altında ve konsorsiyum tarafından yurt içi ve uluslararası piyasada aynı anda satışa sunulan uluslararası hisse senedi türüdür. Euro kelimesi Avrupa’da yerleşik olduğunu belirtmek için değil dünyanın farklı piyasalarında aynı anda işlem gördüğünü ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu tür uluslararası hisse senedi eurotahvillerin kullanıldığı ve geliştiği piyasalarda daha kolay işlem görmektedir. Ayrıca yatırımcılar açısından farklı piyasalarda işlem görmesinden dolayı daha güvenilirdir (Aksoy, 2014: 49; Seyidoğlu, 2016: 406).

Depo Sertifikaları: Bir depo kuruluşuna depo ettirilen, belirli menkul kıymeti temsilen ihraç edilen ve depo edilen menkul kıymetlerin bütün haklarına sahip olan menkul kıymetlerdir (Yalçiner, 2005: 399). İhraç edildiği ülkelere göre depo sertifikaları;

1. ADR (American Depositary Receipts): ABD menkul kıymet borsasında, bir ABD bankası tarafından çıkarılan, dolar ile işlem gören ve devredilebilir nitelikte depo sertifikasıdır.
2. EDR (European Depositary Receipts): Avrupa menkul kıymet borsalarında, euro ile işlem gören depo sertifikasıdır.
3. GDR (Global Depositary Receipts): ADR ve EDR’lerin karışımı olarak Amerika ve Avrupa piyasasından fon bulmaya yarayan depo sertifikası türüdür.

Yatırım Fonları: Yatırımcıdan toplanan fonların, çok farklı finansal enstrümanlar kullanılması ile oluşturulan portföylerdir. Bu portföyler profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilir. Uluslararası portföy yatırımı yapmak isteyen fakat bilgi ve tecrübe eksikliğinden yapamayan yatırımcılar, farklı portföy alternatiflerine yatırım yaparak uluslararası çeşitlendirme yapabilme fırsatı sunar (Aksoy 2014: 52-53; Seyidoğlu 2016: 410).

Hedge Fonları: Yatırım fonları gibi işleyen hedge fonları, uluslararası piyasada faaliyet gösteren, aktif olarak yönetilen, yatırımcısına yüksek getiri ve yüksek risk sunan yatırım fonlarıdır. Bu fonlar getiri ve risk seven bireysel ve kurumsal yatırımcıların daha çok tercih ettiği fonlardır (Aksoy, 2014: 53-54).

1.3.2.2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri

Yirminci yüzyıldan itibaren sermaye piyasalarındaki hızlı gelişmeler, yabancı portföy yatırımlarını çekmek için gerekli koşulları yaratarak yabancı sermaye önündeki

engelleri gevşetmiştir (Errunza, 2001: 703). Gelişen finansal piyasalar ile sermaye akışları gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir ve gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımlarının artmasıyla birlikte bu yatırımların belirleyicileri üzerine yapılan çalışmalarda hız kazanmıştır (UNCTAD, 1999: 16).

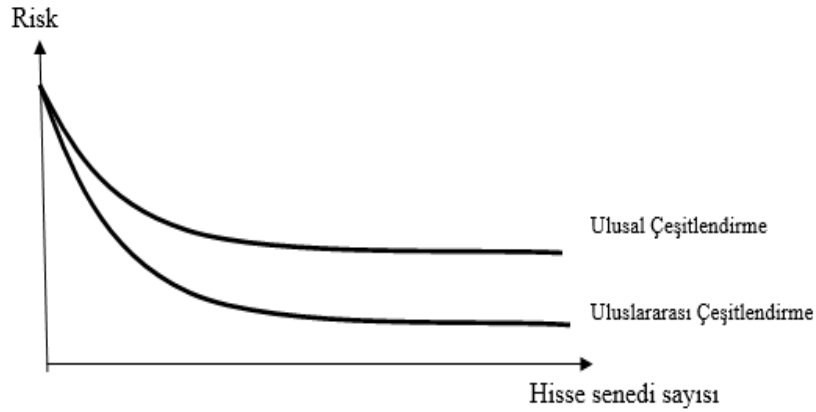
UNCTAD 1999 yılında yayınladığı raporda, yabancı portföy yatırımlarının ev sahibi ülke açısından belirleyicilerini ekonomik ve politik belirleyiciler olarak ikiye ayırmıştır. Politik belirleyiciler, doğrudan hükümetin etkisi olduğu değişkenlerdir. UNCTAD'a göre yüksek büyüme oranı, döviz kurundaki istikrar, makroekonomik istikrar, döviz rezerv seviyesi, bankacılık sisteminin sağlamlığı, menkul kıymet pazarının likiditesi ve reel faiz oranı yabancı portföy yatırımları için önemli ekonomik belirleyicilerdir. Öte yandan vergi oranı, gelirlerin transfer kolaylığı, menkul kıymet piyasası düzenlemeleri, muhasebe standartları, yatırımcının haklarının korunması, sistemin hızı ve güvenilirliği de yabancı portföy yatırımları için önemli politik belirleyicilerdir. Egly v.dğr. (2010: 25-41), Forbes (2010: 3-21) ve Gwenhamo ve Fedderke (2013: 763-770) yaptıkları çalışmalarda, bu faktörlerden farklı olarak yabancı portföy yatırımlarının ana belirleyicisinin ülkenin finansal gelişmesi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yatırımcılar genelde ülkelerdeki az gelişmiş finansal piyasalar nedeniyle daha gelişmiş finansal piyasalara yatırım yaptığını ve bu nedenden dolayı yabancı portföy yatırımlarının gelişmiş finansal piyasalara daha çok aktığı sonucuna ulaşmışlardır.

Lo Ducca'ya (2012: 1-23) göre, yabancı portföy yatırımını etkileyen başlıca faktörler ekonomik büyüme oranı, piyasa etkinliği ve daha yüksek getiri beklentisidir. Benzer doğrultuda Haider v.dğr.'nin (2016: 143-145) yaptıkları çalışmada ekonomik büyüme, dış borç, politik ve siyasi istikrar yabancı portföy yatırımlarının önemli belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşılırken Yang v.dğr. (2013: 1258-1265), yabancı portföy yatırımlarının ülkelerdeki döviz kuru beklentisinden etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. Ahmad v.dğr.'ne (2015) göre yabancı portföy yatırımlarının temel belirleyicileri ekonomik büyüme, pazar büyüklüğü, piyasa etkinliği ve getiri beklentisidir. Ülkelerin makroekonomik faktörleri istikrarlı olursa, daha fazla yabancı sermaye çekecek ve yabancı portföy yatırımlarının olumsuz etkilerinden daha az etkileneceklerdir. Benzer şekilde Waqas v.dğr.'ne (2015: 65-74) göre, yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri ağırlıklı olarak ev sahibi ülkenin makroekonomik faktörlerine bağlıdır. Yabancı portföy yatırımları gidecekleri ülkelerde yüksek faiz oranı, daha düşük enflasyon ve daha yüksek ekonomik büyüme oranı bekler. Artan makroekonomik istikrar sayesinde ülkeye daha fazla yabancı portföy yatırımı gelecek

ve ev sahibi ülkenin istikrarlı ekonomik koşulları nedeniyle yabancı portföy yatırımlarının oynaklıklarından kaynaklı olumsuzluklarından daha az etkilenecektir. Al-Samadi (2018: 328) yaptığı çalışmada, yabancı portföy yatırımcılarının tercih edeceği ülkede makroekonomik istikrar ve iyi bir ekonomik performans aradığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca yabancı yatırımcı, çeşitlendirme imkânı sağlayan piyasalara ve iyi yönetilen ülkelere yatırım yapmayı tercih edecektir.

Yatırımcıların yabancı portföy yatırımı yapmasındaki bir diğer neden çeşitlendirme etkisidir. Çeşitlendirme etkisi, aynı risk düzeyinde getiriye artırma veya aynı getiri düzeyinde riski azaltma isteğidir. Yerel piyasalardan oluşan portföylerin toplam riski, sistematik ve sistematik olmayan risklerden oluşur. Sadece yerel piyasalardan oluşan portföylerde sistematik olmayan riskler azaltılabilmekte ancak sistematik riskler azaltılamamaktadır. Çünkü sistematik riskler, ülkeye özgü risklerden oluşmaktadır. Sistematik riskten etkilenmemiş firmaları portföye ekleyerek sistematik risk azaltılabilir. Dolayısıyla getiriye düşürmeden toplam riski azaltmanın tek yolu uluslararası çeşitlendirmedir (Aksoy, 2014: 30). Grafik 1.2’de uluslararası portföy çeşitlendirme etkisi gösterilmektedir.

Grafik 1.3: Uluslararası portföy çeşitlendirme etkisi



Kaynak: Doğukanlı, Hatice (2017). *Uluslararası Finans*. 5.Baskı. Adana: Karahan Kitabevi. 258.

Yatırımcı uluslararası portföy çeşitlendirme ile risk-getiri pozisyonu iyileşirken ilave olarak kur riskini ve ülke riskine katlanacaktır. Kurdaki dalgalanmalar ve belirsizlikler yabancı şirketler için risk oluşturmaktadır. Yatırımcı kur riskini çeşitli riskten korunma yöntemleri ile azaltabilecektir. Ülke riski ise, politik risk ve ekonomik riskten oluşur. Politik risk, ülkenin yönetimi veya kanunları ile ilgili risklerdir. Politik risk, ülkede oluşacak olan iç karışıklık, savaş, ülkedeki fonların belirli bir süre bloke

edilmesi, darbe vb. durumlardan oluşmaktadır. Ülkedeki politik bozukluklar yabancı sermaye için güvensizliği ifade eder ve sermayenin başka ülkeye transferinin bir nedenidir. Ekonomik risk ise, ülkenin finansal durumunu ve borç ödeyebilme gücünü gösteren oranlardır. Bütçe açıkları, cari açık, GSYİH, enflasyon, işsizlik oranı gibi oranlar bu risk için iyi örneklerdir (Aksoy, 2014: 33; Doğukanlı, 2017: 254-259; Özkan, 2018: 80-81).

Ülkelere giren yabancı portföy yatırımlarının nedeni o ülke dinamiklerinden kaynaklanıyorsa ülkeler geliştirilen ekonomi ve maliye politikaları ile sabit, tahmin edilebilir ve değişkenliği az sermaye akışı yaratabilirler. Eğer sermaye akışları dışsal faktörlerin etkisi altında ise izlenecek politikalar birebir sonuç vermeyecek, daha çok dıştan gelen etkiler önem kazanacaktır. Bu durumda hükümet politikalarının dış değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi olmayacağı için ülkelerin yabancı portföy yatırımlarına bağımlılığı azaltıcı politikalar geliştirmeye çalışmaları gerekecektir (Moreno, 2000: 47).

1.3.2.3. Yabancı Portföy Yatırımlarının Etkileri

Yabancı portföy yatırımları girdikleri ülkeye bir çok fayda sağlar. İlk olarak, gelen yabancı portföy yatırımı ülkedeki sermaye birikimini artırarak ekonomik büyümeye neden olur. Yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümenin yanında, girdikleri ülkede döviz girdisi sağlayarak, ülkedeki döviz baskısının önüne geçer. Diğer önemli etkisi, yerel piyasalara olan etkisidir. Yabancı portföy yatırımlarının ev sahibi ülkede fiyat/kazanç oranını artırıcı etkisi vardır. Artan fiyat/kazanç oranı, sermaye maliyetini azaltıcı etki yaparak ülkedeki birçok şirketi yeni hisse senetleri çıkarmaları için teşvik eder. Böylelikle borsanın gelişmesi ve değerlendirilmesi sağlanacaktır (Pal, 2006: 3; Shanab, 2017: 1470). Bu faydaların yanında yabancı portföy yatırımları uluslararası piyasalara entegrasyon sağlar ve hükümetlerin kötü politikalar üretmelerini sınırlandırmaktadır (Feldstein, 2000: 1).

Yabancı portföy yatırımı, yurt içi sermaye piyasalarının likiditesini ve sermaye piyasasının verimliliğini artırmaktadır. Piyasalar, artan likidite ile birlikte daha geniş bir yatırım yelpazesi ile finanse edilebilir. Bu sayede yeni şirketler, başlangıç finansmanı alma konusunda daha büyük bir şansa sahip olacaklardır. Öte yandan yabancı portföy yatırımları, özellikle daha yüksek düzeyde bilgi edinme isteği ve daha iyi muhasebe standartları talep etmesi ile sermaye piyasalarına disiplin ve bilgi birikimi getirebilir. Ayrıca yabancı portföy yatırımları risk azaltmaya yönelik yeni ürün ve araçların kullanımını kolaylaştırmaktadır. Bahsedildiği üzere yabancı portföy yatırımları çeşitli

şekillerle sermaye piyasalarının etkinliğini artırır. Bu durum, ekonomide daha iyi bir sermaye tahsisi ve daha sağlıklı bir ekonomi sağlayacaktır (Evans 2002: 2).

Yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomilerine büyük faydaları olmasına rağmen, ülke ekonomilerini olumsuz yönde de etkileyebilir. Yabancı portföy yatırımları yüksek oynak yapılarından dolayı ülkede meydana gelen olumsuz gelişme veya beklentilerden dolayı ülkeyi kolayca terk edebilir (Erdoğan, 2016: 192). Bu durum döviz rezervlerini eriterek dış borç ödemelerinde kriz ortaya çıkmasına veya mevcut olan krizin daha da büyümesine yol açabilir (Agarwal, 1997: 218-219; Seyidoğlu, 2015: 669). Ülkeler yabancı portföy yatırımlarındaki oynaklıktan kaynaklı olumsuzlukları, sabit döviz kuru, düşük enflasyon, yüksek borsa performansı, artan sanayi üretimi ve artan doğrudan yabancı yatırımlar ile azaltabilirler (Wagas v.dğr., 2015: 66-67).

1.3.2.4. Yabancı Portföy Yatırımları Ekonomik Büyüme İlişkisi

Ülkelerin ekonomik olarak büyümelerinde şüphesiz yatırımlar önem taşımaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yatırımlar için gerekli sermaye birikimine sahip değildirler. Gelişmekte olan ülkelerin en önemli problemi, yeterli sermaye birikimine sahip olmadıklarından ekonomik büyüme sağlayamamalarıdır. Bu ülkeler sermaye eksikliğini borç alarak veya ülkeye girecek yabancı sermaye ile aşmak isterler. Borçsuz finansman kaynağı olan yabancı portföy yatırımları, ekonomik büyümenin motoru olarak adlandırılan sermaye birikimini sağlayarak ekonomik büyümeye katkı sağlar. Öte yandan yabancı portföy yatırımları dış finansman kaynaklarına olan ihtiyacı ve sermaye maliyetini azaltarak, iç pazarların gelişimine yardımcı olarak da büyümeyi destekler (Ahmad v.dğr., 2016: 60).

Yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi sermaye piyasaları kanalı ile de gerçekleştirebilir. Yabancı portföy yatırımları, sermayenin tahsis verimliliğini artırıcı etki yaparak, kaynak fazlası olan düşük getiriye sahip ülkelere, kaynak ihtiyacı olan yüksek getiriye sahip ülkelere kaynak akışına sebep olur. Bu durum kaynak ihtiyacı olan ülkelere sermaye maliyetini azaltarak yatırımı arttır ve çıktı miktarını artırarak ekonomik büyümeye katkı sağlar (Pal, 2006: 3).

Ülkeye giren yabancı portföy yatırımları ilk etapta, tüketim ve yatırımı arttırmak suretiyle kamu harcamalarını finanse ederek büyümeyi olumlu yönde etkiler. Ayrıca bu durum bankacılık sisteminin likiditesinin artmasına ve ulusal paranın değer kazanmasına yol açar. Ulusal paranın değer kazanması cari işlemler açığı veren bir ülke için kısa dönemde enflasyonun düşmesine ve milli gelirin arttırmasına sebep olabilir.

Ülkeye giren portföy yatırımları, üretken alanlarda daha verimli kullanıldığında ekonomik büyümeyi destekleyecektir. Öte yandan, üretken olmayan alanlarda yabancı kaynak kullanımı kısa vadede ekonomik büyümeyi destekleyebilse de, uzun vadede büyümeyi olumsuz yönde etkileyecektir.



II. BÖLÜM

2. YABANCI YATIRIM, FİNANSAL GELİŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde yabancı yatırım (DYY ve YPY), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen ampirik literatür ele alınmaktadır. Çalışmalar beş bölüme ayrılarak incelenmiştir. İlk olarak yabancı yatırım (DYY ve YPY) ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalara ve son olarak da yabancı yatırım (DYY ve YPY), finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Ayrıca çalışmaların kapsamı, yöntemi, bulguları ve ek bulguları tablolastırılarak özetlenmiştir.

2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

Doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki uzun yıllardır araştırılan bir konudur. Genel olarak doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği konusunda literatürde çok sayıda önemli çalışma mevcuttur. Ancak bu etki ülkelerin gelişmişlik durumuna göre, ülkelerin gelir seviyelerine göre, araştırmada kullanılan ülke ve dönemlere göre ve ülkelerin emici kapasitelerine göre farklılaşabilmektedir. Bende-Nabende ve Ford'un (1998: 1315-1330) 1959-1995 döneminde Tayvan ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada, Bashir'in (1999: 1-7) 1975-1990 dönemini kapsayan ve 6 MENA (Orta Doğu ve Kuzey Afrika) ülkesi üzerine yaptığı çalışmada Soto'nun (2000: 1-31) 1986-1997 döneminde 44 gelişmekte olan ülke üzerine yaptığı çalışmada, Reisen ve Soto'nun (2001: 1-14) 1986-1997 yılları arasında 44 gelişmekte olan ülke üzerine yaptıkları çalışmada, Zhang'ın (2001a: 679-693) 1984-1998 yılları arasında Çin ekonomisi üzerine yaptığı çalışmada, Campos ve Kinoshita'nın (2002: 398-419) 25 Merkezi ve Doğu Avrupa ülkesi ile Eski Sovyetler Birliği ülkeleri üzerine yaptıkları çalışmada, McLean ve Shrestha'nın (2002: 1-27) 1976-95 döneminde Asya, Latin Amerika ve Afrika'da 40 gelişmekte olan ülke üzerine yaptıkları çalışmada, Trevino v.dğr.'nin (2002: 29-48) 1988-1999 döneminde Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru ve Venezuela üzerine yaptıkları çalışmada, Marwah ve Tavakoli'nin (2004: 399-413) 1970-1998 yıllarını kapsayan ve ASEAN üyesi Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland ülkelerini kapsayan çalışmalarında,

Mody ve Murshid'in (2005: 249-266) 1979-1999 yıllarını kapsayan ve 60 gelişmekte olan ülke üzerine yaptıkları çalışmada, Baharumshah ve Thanoon'un (2006: 70-83) 1982-2001 yıllarını kapsayan ve Çin de dâhil olmak üzere Doğu Asya ülkeleri üzerine yaptıkları çalışmanın sonucunda, Moolman v.dğr.'nin (2006: 1-30) 1970-2003 döneminde Güney Afrika'da yaptıkları çalışmanın sonucunda, Yao'nun (2006: 339-351) 1978-2000 döneminde 28 Çin eyaleti üzerine yaptığı çalışmada, Zhang'ın (2006: 1-18) 1992-2004 yılları arasında Çin ekonomisi üzerine yaptığı çalışmada, Alfaro ve Charlton'un (2007: 1-43) 1985-2000 yılları arasında 29 OECD üyesi üzerine yaptıkları çalışmada, Apergis v.dğr.'nin (2008: 37-51) 1991-2004 yılları arasında 27 geçiş ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada, Choong v.dğr.'nin (2010: 107-117) 1988-2002 döneminde 19 gelişmiş ve 32 gelişmekte olan ülke üzerine yaptıkları çalışmada, Umoh v.dğr.'nin (2012: 53-66) 1970-2008 yılları arasında Nijerya ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada, Aizenman v.dğr.'nin (2013: 371-396) 1990-2010 döneminde finansal sistemin daha fazla entegre olduğu gelişmekte olan 100 ülke üzerine yaptıkları çalışmada, Omri ve Kahouli'nin (2014: 913-922) 1990-2011 yılları arasında 65 ülke üzerine yaptıkları çalışmada, Albulescu'nun (2015: 507-512) 2005-2012 yıllarını kapsayan ve 13 Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri üzerine yaptığı çalışmanın sonucunda ve Zekarias'ın (2015: 145-160) 1980-2013 yılları arasında 14 Doğu Afrika ülkesi üzerine yaptığı çalışmada doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Iamsiraroj'ın (2016: 116-133) 1971-2014 döneminde 124 ülkede doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca işgücü, ticari açıklık ve ekonomik özgürlük doğrudan yabancı yatırımın önemli belirleyicileridir. Yazar, doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasındaki dinamik ilişkiden dolayı işgücü, ticari açıklık ve ekonomik özgürlük ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımı etkileyecek ve doğrudan yabancı yatırımda potansiyel olarak ekonomik büyümeyi teşvik edeceğini vurgulamaktadır. Bu yüzden hükümetler, doğrudan yabancı yatırımı ülkelerine çekebilmek için uyguladıkları politikalarda haklı olduklarını vurgulamaktadır.

Tablo 2.1: DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşan çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Bende-Nabende ve Ford (1998: 1315-1330)	Tayvan (1959-1995)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Üç aşamalı en küçük kareler metodu (3SLS)	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Bashir (1999: 1-7)	6 Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri (1975-1990)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Panel veri regresyon analizi	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Soto (2000: 1-31)	44 gelişmekte olan ülke (1986-1997)	Yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Genelleştirilmiş momentler (GMM) tahmincisi	DYY ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.	
Reisen ve Soto (2001: 1-14)	44 gelişmekte olan ülke (1986-1997)	YPY, DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	GMM	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Zhang (2001a: 679:693)	Çin (1984-1998)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Yatay kesit veri ve panel veri regresyon analizi	DYY'nin Çin ekonomisinde ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Campos ve Kinoshita (2002: 398-419)	25 Merkezi ve Doğu Avrupa ülkesi ile Eski Sovyetler Birliği ülkeleri	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Panel veri regresyon analizi	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
McLean ve Shrestha (2002: 1-27)	Asya, Latin Amerika ve Afrika'dan 40 gelişmekte olan ülke (1976-1995)	Yabancı yatırımın ve finansal liberalleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Panel veri regresyon analizi	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Trevino v.dğr. (2002: 29-48)	Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru ve Venezuela (1988-1999)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Panel veri regresyon analizi	DYY ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Marwah ve Tavakoli (2004: 399-413)	Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland (1970-1998)	DYY ve ithalatın ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	En küçük kareler metodu (EKK)	DYY ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu sonucuna ulaşılmıştır.	

Mody ve Murshid (2005: 249-266)	60 gelişmekte olan ülke (1979-1999)	Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Panel veri regresyon analizi	DYY yurtiçi yatırımları harekete geçirdiğinden ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.	Daha iyi politikalarla sahip ülkeler yabancı sermayeyi ülkelere daha fazla çekeceğinden (emme kapasitesi) daha fazla büyüyeceği tespit edilmiştir.
Baharumshah ve Thanoon (2006: 70-83)	Çin de dâhil olmak üzere Doğu Asya ülkeleri (1982-2001)	Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK	DYY'nin ekonomik büyüme hem kısa hem uzun vadede artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	Yurt içi tasarruflar ekonomik büyüme artırmaktadır. DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, yurt içi tasarruflardan daha fazladır.
Moolman v.dğr. (2006: 1-30)	Güney Afrika (1970-2003)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Eşbütünleşme	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlıdır.	Güney Afrika'da DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisini artırmak için, kanun yapıcılar DYY'nin önemli belirleyicisi olan pazar büyüklüğü, ticari açıklık, alt yapı kalitesi ve döviz kuru faktörleri üzerinde durarak doğru kararlar almalıdır.
Yao (2006: 339-351)	28 Çin eyaleti (1978-2000)	DYY'nin ve ihracatın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	EKK ve GMM	DYY ve ihracatın ekonomik büyüme üzerinde güçlü ve pozitif bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Zhang (2006: 1-18)	Çin (1992-2004)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Panel veri regresyon analizi	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlıdır.	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi Çin'in iç bölgelerinden ziyade kıyı bölgelerinde daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Alfaro ve Charlton (2007: 1-43)	29 OECD ülkesi (1985-2000)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	EKK	DYY'nin ekonomik büyüme artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Apergis, v.dğr. (2008: 37-51)	27 geçiş ekonomisi (1991-2004)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Panel veri regresyon analizi ve panel eşbütünleşme analizi	DYY'nin ekonomik büyüme artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Choong v.dğr. (2010: 107-117)	19 gelişmiş 32 gelişmekte olan ülke (1988-2002)	Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Threshold regresyon ve GMM	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi vardır.	

Umoh v.dğr. (2012: 53-66)	Nijerya (1970-2008)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	3SLS	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	Ülkeler daha fazla DYY ile daha fazla ekonomik büyüme sağlayabilmek için, ticari açıklığı daha iyi benimseyen, DYY'yi teşvik eden politikaları benimsemelidir.
Aizenman v.dğr. (2013: 371-396)	Gelişmekte olan 100 ülke (1990-2010)	Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK	DYY ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki saptanmıştır.	
Omri ve Kahouli (2014: 913-922)	65 ülke (1990-2011)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Eşanlı denklemler sistemi (SEM)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlıdır.	
Albulescu (2015: 507-512)	13 Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri (2005-2012)	DYY ve YPY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Sistem-GMM	DYY'nin ekonomik büyümeyi uzun dönemde artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Zekarias (2015: 145-160)	14 Doğu Afrika ülkesi (1980-2013)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	GMM ve Sistem-GMM	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Iamsiraroj (2016: 116-133)	124 ülke (1971-2014)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	3SLS	DYY nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	İşgücü, ticari açıklık ve ekonomik özgürlük DYY'nin önemli belirleyicileridir. DYY ile ekonomik büyüme arasındaki dinamik ilişkiden dolayı işgücü, ticari açıklık ve ekonomik özgürlük ülkeye giren DYY'yi etkileyecek ve DYY'de potansiyel olarak ekonomik büyümeyi teşvik edeceğini vurgulamaktadır. Bu yüzden hükümetler, DYY'i ülkelere çekebilmek için uyguladıkları politikalarda haklı olduklarını vurgulamaktadır.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Ericsson ve Irandoust (2001: 1-26), Nair-Reichert ve Weinhold (2001: 153-171), Choe (2003: 44-57), Chowdhury ve Mavrotas (2006: 1-18), Hansen ve Rand (2006: 21-41), Hsiao ve Hsiao (2006: 1082-1106), Al-Iriani (2007: 1-31), Chakraborty ve Nunnenkamp (2008: 1192-1212), Ruxanda ve Muraru (2010: 1-14), Shaikh ve Shar (2010: 1-8) ve Pegkas (2015: 124-132) nedensellik testleri ile incelemiştir. Nair-Reichert ve Weinhold'un (2001: 153-171) 1971-1995 yılları arasında 24 gelişmekte olan ülke üzerine yaptığı çalışmada, Choe'nin (2003: 44-57) 1971-1995 yılları arasında 80 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke üzerine yaptığı çalışmada ve Hsiao ve Hsiao'nun (2006: 1082-1106) 1986-2004 yılları arasında Çin, Kore, Tayvan, Hong Kong, Singapur, Malezya, Filipinler ve Tayland ekonomilerinden oluşan çalışmasında doğrudan yabancı yatırımdan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensel ilişki tespit edilmiştir. Hansen ve Rand'ın (2006: 21-41) 1970-2000 yılları arasında 31 gelişmekte olan ülke üzerine yaptıkları çalışmada, Al-Iriani'nin (2007: 1-31) 1970-2004 yılları arasında Bahreyn, Kuveyt, Umman, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri üzerine yaptığı çalışmada, Shaikh ve Shar'ın (2010: 1-8) Pakistan'da 1998-2009 yıllarını kapsayan çalışmalarında, Ruxanda ve Muraru'nun (2010: 1-14) 2000-2009 yılları arasında Romanya ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada ve Pegkas'ın (2015: 124-132) 2002-2012 yıllarını kapsayan ve 18 Avrupa ülkesi üzerine yaptığı çalışmada, doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyümeye arasında uzun dönemli iki yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Ayrıca Ericsson ve Irandoust'ın (2001: 1-26) 1970-1997 dönemindeki Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç üzerine yaptıkları çalışmada, İsveç'te doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyümeye doğru çift yönlü, Norveç'te doğrudan yabancı yatırımdan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ve Finlandiya ve Danimarka'da ise herhangi bir nedensel ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Chowdhury ve Mavrotas'ın (2006: 1-18) 1969-2000 yılları arasında Şili Malezya ve Tayland ekonomileri üzerine yaptıkları çalışmada, Malezya ve Tayland'da çift yönlü nedensellik bulunurken, Şili'de doğrudan yabancı yatırımdan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu saptanmıştır. Chakraborty ve Nunnenkamp'ın (2008: 1192-1212) 1987-2000 yılları arasında Hindistan ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyümeye arasındaki ilişkiyi yatırım yapıldığı sektöre göre araştırmaktadır. Çalışmanın sonucunda, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeye etkisi yabancı sermayenin geldiği sektörlerle göre değiştiğini ve imalat sektöründe karşılıklı ilişki bulunurken, hizmet sektöründe bu etkinin geçici olduğunu ortaya koymuşlardır.

Tablo 2.2: DYY ile ekonomik büyüme ilişkisini nedensellik testleri ile araştıran çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Ericsson ve Irandoust (2001: 1-26)	Danimarka, Finlandiya, Norveç ve İsveç (1970-1997)	DYY'nin toplam faktör verimliliğine ve ekonomik büyüme üzerine etkileri	Vektör Otoregresyon (VAR) modeli ve Granger nedensellik testi	İsveç'te DYY ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü, Norveç'te DYY'den ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik, Finlandiya ve Danimarka' da herhangi bir nedensel ilişki olmadığı tespit edilmiştir.	Artan ekonomik büyüme ülkeye giren DYY'yi teşvik eder, ülkede artan DYY'de ekonomik büyümeyi artırır.
Nair-Reichert ve Weinhold (2001: 153-171)	24 gelişmekte olan ülke (1971-1995)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ve DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Panel veri regresyon analizi ve Granger nedensellik testi	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Choe (2003: 44-57)	80 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke (1971-1995)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	VAR modeli ve Granger nedensellik testi	DYY'nin ekonomik büyümeye neden olduğu ancak ekonomik büyüme DYY'nin nedeni olmadığı tespit edilmiştir.	
Chowdhury ve Mavrotas (2006: 1-18)	Şili, Malezya ve Tayland (1969-200)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	VAR modeli ve Toda-Yamamoto nedensellik testi	Malezya ve Tayland'da çift yönlü nedensellik bulunurken, Şili'de DYY'den ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.	
Hansen ve Rand (2006: 21-41)	31 gelişmekte olan ülke (1970-2000)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi	DYY ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü bir ilişki olduğu ve DYY ekonomik büyümenin önemli bir nedeni olduğu saptanmıştır.	
Hsiao ve Hsiao (2006: 1082-1106)	Çin, Kore, Tayvan, Hong Kong, Singapur, Malezya, Filipinler ve Tayland (1986-2004)	DYY, ihracat ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	VAR modeli ve Granger nedensellik testi	DYY'den ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.	İhracat ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Al-Iriani (2007: 1-31)	Bahreyn, Kuveyt, Umman, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri (1970-2004)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi ve GMM	DYY ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Chakraborty ve Nunnenkamp (2008: 1192-1212)	Hindistan (1987-2000)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Granger nedensellik testleri	DYY'nin ekonomik büyümeye etkisi sektörlere göre değişmektedir. İmalat sektöründe karşılıklı ilişki bulunurken, hizmet sektöründe bu etkinin geçici olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	Hizmet sektöründeki DYY'ler pozitif dışsallıklar ile imalat sektöründeki büyümeyi desteklediği vurgulanmaktadır.
Ruxanda ve Muraru (2010: 1-14)	Romanya (2000-2009)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	İki aşamalı en küçük kareler metodu (2SLS) ve 3SLS	DYY ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Shaikh ve Shar (2010: 1-8)	Pakistan (1998-2009)	DYY, ticaret ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Vektör hata düzeltme modeli (VECM) nedensellik analizi	DYY ile ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	DYY ile ticaret arasında iki yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Pegkas (2015: 124-132)	18 Avrupa bölgesi ülkesi (2002-2012)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Dinamik en küçük kareler yöntemi (DOLS) ve Düzeltilmiş en küçük kareler yöntemi (FMOLS)	DYY ile ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli iki yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca DYY ekonomik büyüme üzerinde önemli bir rol oynadığı vurgulanmaktadır.	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ülkelerin gelişmişlik seviyelerine, gelir seviyelerine ve doğrudan yabancı yatırımın yapıldığı sektöre göre değiştiğini tespit eden birçok çalışma yapılmıştır. Blomström v.dğr.'nin (1994: 1-31) 1960-1985 yılları arasında 78 gelişmekte olan ülke üzerine yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımlar yüksek gelirli ülkelerde ekonomik büyümeyi önemli şekilde pozitif etkilerken, düşük gelirli ülkelerde böyle bir etkinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Nunnenkamp ve Spatz'ın (2003: 1-48) 1990-2000 yılları arasında ABD ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin yatırımın yapıldığı sektörün özelliklerine göre değiştiğini tespit etmişlerdir. Nunnenkamp ve Spatz'a göre, teknolojinin yoğun olduğu, yerel ve yabancı pazarlarla olan bağlantıları fazla olan sektörlerde doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi daha fazla olabilecektir. Johnson'ın (2006: 1-57) 1980-2002 yılları arasında 90 ülke üzerine yaptığı çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın gelişmiş ülkelere ziyade, gelişmekte olan ülkelere büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Khaliq ve Noy'un (2007: 1-28) 1997-2006 döneminde Endonezya üzerine yaptıkları çalışmada, yabancı sermayenin geldiği sektörler bakımından doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sektörler arasındaki farklı etkiler incelendiğinde, madencilik ve taş ocağı sektörlerine yapılan doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyümeyi negatif etkilerken, tarım ve hayvancılık, ulaşım, iletişim, imalat, elektrik-su, yapı ve inşaat, otel ve restoran, banka ve finans sektörlerine yapılan doğrudan yabancı yatırımın pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Mallick ve Moore'un (2008: 143-159) 1970-2003 dönemini kapsayan ve 60 gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları çalışmada, gelişmekte olan ülkelere ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca Mallick ve Moore, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini artırmak için ülkelerin emme kapasitelerini geliştirmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Alvarado v.dğr.'nin (2017: 176-187) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasında anlamlı sonuçlar elde edilmemiştir, ancak sonuçlar ülkelerin gelişmişlik seviyeleri dikkate alındığında değişmektedir. Yüksek gelirli ülkelerde, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi olumlu ve önemli, orta-üst gelirli ülkelerde etki düzensiz ve önemsiz, düşük-orta gelirli ülkelerde negatif ve anlamlıdır.

Tablo 2.3: DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ülke gruplarına göre araştıran çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Blomström, Lipsey ve Zejan (1994: 1-31)	78 gelişmekte olan ülke (1960-1985)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ve ekonomik büyümenin belirleyicileri	Panel veri regresyon analizi	DYY yüksek gelirli ülkelerde ekonomik büyümeyi önemli şekilde pozitif etkilerken, düşük gelirli ülkelerde böyle bir etkinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.	
Nunnenkamp ve Spatz (2003: 1-48)	ABD (1990-2000)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Panel veri regresyon analizi	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırması yatırımın yapıldığı sektörün özelliklerine göre değişmektedir.	Teknolojinin yoğun olduğu, yerel ve yabancı pazarlarla bağlantıları fazla olan sektörlerde DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır.
Johnson (2006: 1-57)	90 ülke (1980-2002)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Kesit veri ve panel veri regresyon analizi	DYY gelişmiş ülkelerden ziyade gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Khaliq ve Noy (2007: 1-28)	Endonezya (1997-2006)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Zaman serisi regresyon analizi	Sektörlere bakılmaksızın DYY ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır.	Sektörler arasındaki farklı etkiler incelendiğinde, madencilik ve taş ocağı sektörlerine yapılan DYY ekonomik büyümeyi negatif etkilerken, tarım ve hayvancılık, ulaşım, iletişim imalat, elektrik-su, yapı ve inşaat, otel ve restoran, banka ve finans sektörlerine yapılan DYY ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.
Mallick ve Moore (2008: 143-159)	60 gelişmekte olan ülke (1970-2003)	DYY'in ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	GMM	DYY'nin gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini artırmak için ülkelerin emme kapasitelerini geliştirmesi gerektiğini vurgulanmaktadır.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Literatürde, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi ve/veya bu pozitif etkiyi artırması için bazı ön koşulların gerektiğini savunan birçok çalışma vardır. Borensztein, v.dğr. (1998: 115-135), Balasubramanyam v.dğr. (1999: 27-40), Berthelemy ve Démurger (2000: 140-155), Makki ve Somwaru (2004: 795:801) ve Li ve Liu (2005: 393-407) yaptıkları çalışmalarda, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi ve/veya bu pozitif etkiyi artırması için ülkede yeterli insan sermayesi stokunun bulunması gerektiği sonucuna ulaşmışlardır. Borensztein v.dğr. (1998: 115-135), doğrudan yabancı yatırımın, insan sermayesi stokunun düşük olduğu ülkelerde büyümeyi negatif etkilediğini, insan sermayesi belirli bir eşik seviyeye ulaştığında büyümeyi pozitif etkileyeceği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada ek olarak, doğrudan yabancı yatırımın yurt içi yatırımlardan daha fazla ekonomik büyümeyi artırdığı tespit edilmiştir. Balasubramanyam v.dğr. (1999: 27-40), doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisi, yerel piyasa büyüklüğüne ve rekabet ortamına bağlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuçlara ek olarak doğrudan yabancı yatırımın insan sermayesi ile olan etkileşimi ekonomik büyümenin sürekliliği üzerinde önemli bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Berthelemy ve Démurger'in (2000: 140-155) yaptıkları çalışmada, Çin'in ekonomik büyümesindeki en önemli faktörün doğrudan yabancı yatırımların olduğunu, ihracatın ise ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki önemli etkisi insan sermayesinin gelişmesi ile ilgilidir. Berthelemy ve Démurger'e göre gelişmiş insan sermayesi doğrudan yabancı yatırım ile gelen teknolojiyi benimser (emme kapasitesi) ve ülke içine yayarsa uzun dönemli ekonomik büyüme gerçekleşir. Makki ve Somwaru'nun (2004: 795:801) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi artırdığı ve insan sermayesi stoku fazla olan ülkelerde bu etkinin daha da fazla olacağını vurgulamışlardır. Li ve Liu'nun (2005: 393-407) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyümeyi sadece doğrudan değil dolaylı olarak da artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımın insan sermayesi ile etkileşimi, ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi ve/veya bu pozitif etkiyi artırması, ülkelerin; insan sermayesi stokuna, finansal gelişme seviyesine, ticari açıklık seviyesine, yerli yatırımların tamamlayıcılık etkisine, alt yapı kalitesine ve kurumsal kalitesine bağlı olduğu sonucuna ulaşan birçok çalışma vardır. Balasubramanyam v.dğr.'nin (1996: 92-105) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi artırmasındaki ön koşulun ülkenin ticari açıklık seviyesi

olduğu sonucuna ulaşmışlardır. De Mello'nun (1999: 133-151) yaptığı çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın yerli yatırımlarla olan tamamlayıcılık etkisine bağlı olarak ekonomik büyümeyi artıracak sonucuna ulaşmıştır. Zhang (2001: 175-185) ve Bengoa ve Sanchez-Robles'in (2003: 529-544) yaptıkları çalışmalarda, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi artırması için yeterli insan sermayesi, makroekonomik istikrar ve ticari açıklık gibi faktörlerin gerekli olduğunu tespit etmişlerdir. Carkovic ve Levine'in (2002: 195-220) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca bu sonuçlara ek olarak, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi ülkedeki insan sermayesine, finansal gelişmişlik seviyesine ve ticari açıklık seviyesine bağlı olduğunu tespit etmişlerdir. Durham (2004: 285-306) ve Kinoshita ve Lu'nun (2006: 1-31) yaptıkları çalışmalarda, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi artırması için, ülkede yeterli alt yapı seviyesi ve iyi işleyen kurumsal yapının olması gerektiği sonucuna ulaşmışlardır. Jyun-Yi ve Hsu (2008: 1-10) ise, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlar ancak ülkelerde başlangıç büyüme oranı ve insan sermayesi daha iyi seviyelere sahip olduğunda, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini tespit etmişlerdir. Batten ve Vo (2009: 1621-1641) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuçlara ek olarak, ülkelerin sahip olduğu gelişmiş insan sermayesi, yüksek ticari açıklık, yüksek finansal gelişmişlik, düşük nüfus artış oranı ve düşük risk seviyesine bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin daha da arttığını tespit etmişlerdir. Wang ve Wong (2009: 103-115) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebilmesi için ülkelerin belirli bir finansal gelişme ve belirli bir insan sermayesine sahip olması gerektiğini tespit etmişlerdir. Iamsiraroj ve Ulubaşoğlu'nun (2015: 200-2013) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca bu etki gelişmekte olan ülkelerde daha güçlüdür. Iamsiraroj ve Ulubaşoğlu bu sonuçlara ek olarak, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi artırabilmesi için insan sermayesinden ziyade, ticari açıklığın ve finansal gelişmişliğin önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Tablo 2.4: DYY'nin ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi için bazı koşulların gerektiğini savunan çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Balasubramanyam v.dğr. (1996: 92-105)	46 gelişmekte olan ülke (1970-1985)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Yatay kesit veri regresyon analizi	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	Ticari açıklığı fazla olan ülkelerde DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Borensztein v.dğr. (1998: 115-135)	69 gelişmekte olan ülke (1970-1989)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Görünürde ilişkisiz regresyon metodu (SUR)	DYY'nin insan sermayesi stokunun düşük olduğu ülkelerde ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini, insan sermayesi belirli bir eşik seviyeye ulaştığında ise büyümeyi pozitif etkileyeceği sonucuna ulaşılmıştır.	DYY'nin yurt içi yatırımlardan daha fazla ekonomik büyümeyi artırdığı tespit edilmiştir.
Balasubramanyam v.dğr. (1999: 27-40)	46 gelişmekte olan ülke (1970-1985)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Yatay kesit veri regresyon analizi	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisi, yerel piyasa büyüklüğü ve rekabet ortamına bağlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	DYY'nin insan sermayesi ile olan etkileşimi ekonomik büyümenin sürekliliği üzerinde önemli bir etkisi olduğunu tespit edilmiştir.
De Mello (1999: 133-151)	OECD üyesi olan ve olmayan 32 ülke (1970-1990)	DYY'nin ekonomik büyüme ve toplam faktör verimliliği üzerindeki etkisi	Panel veri regresyon analizi ve VAR model	DYY'nin yerli yatırımlarla olan tamamlayıcılık etkisine bağlı olarak ekonomik büyümeyi artıracığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Berthelemy ve Démurger (2000: 140-155)	24 farklı Çin eyaleti (1985-1996)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	SEM	Çin'de ekonomik büyümenin en önemli belirleyicisinin DYY olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	İhracatın ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki önemli etkisi insan sermayesinin gelişmesi ile ilgilidir.
Zhang (2001: 175-185)	11 Doğu Asya ve Latin Amerika ülkesi (1957-1999)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi	11 ülkenin 5'inde DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığını tespit etmişlerdir.	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırması ülkenin özelliklerine göre değişmektedir. Özellikle serbest ticaret, insan sermayesi koşulları, ihracata yönelik DYY ve makroekonomik istikrar ekonomik büyümeyi artırmada etkili faktörlerdir.

Carkovic ve Levine (2002: 195-220)	79 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke (1960-1995)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	EKK ve GMM	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir.	DYY'nin ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi ülkedeki insan sermayesine, finansal gelişmişlik seviyesine ve ticari açıklık seviyesine bağlı olduğunu tespit etmişlerdir.
Bengoa ve Sanchez-Robles (2003: 529-544)	18 Latin Amerika ülkesi (1970-1999)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Panel veri regresyon analizi	Artan ekonomik özgürlük seviyesi DYY girişlerini artırdığı ve DYY'nin de ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.	DYY'nin ev sahibi ülkede ekonomik büyümeyi uzun dönemli artırması için, yeterli insan sermayesi, ekonomik istikrar ve serbest piyasa anlayışı gereklidir.
Durham (2004: 285-306)	80 ülke (1979-1998)	YPY ve DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK	DYY'nin ekonomik büyümeyi finansal gelişme ve kurumsal gelişme seviyesine bağlı olarak artırdığını tespit etmişlerdir.	
Makki ve Somwaru (2004: 795-801)	66 gelişmekte olan ülke (1960-2000)	DYY ve ticaretin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Yatay kesit veri regresyon analizi	DYY nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.	İnsan sermayesi stoku fazla olan ülkelerde bu etkinin daha da fazla olacağını vurgulamışlardır.
Li ve Liu (2005: 393-407)	84 ülke (1970-1999)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	SEM	DYY ekonomik büyümeyi sadece doğrudan değil dolaylı olarak da artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde DYY'nin insan sermayesi ile etkileşimi ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yaratmaktadır.	
Kinoshita ve Lu (2006: 1-31)	42 gelişmekte olan ülke (1970-2000)	Alt yapı kalitesine bağlı olarak DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	EKK ve genelleştirilmiş EKK	DYY ile ekonomik büyüme arasında doğrudan bir ilişkinin olmadığı ancak gerekli altyapı yatırımlarının yapılması ve DYY ile gelen teknoloji sayesinde DYY'nin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.	Gelişmekte olan ülkeler kamu bütçesini fiziksel altyapıyı geliştirmek için harcarsa ülkelere daha fazla DYY çekeceği vurgulanmıştır.
Jyun-Yi ve Hsu (2008: 1-10)	62 ülke (1975-2000)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Threshold regresyon analizi	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde katkısının bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır.	DYY, başlangıç büyüme oranı ve insan sermayesi daha iyi seviyelere sahip olduğunda büyüme üzerinde pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Batten ve Vo (2009: 1621-1641)	79 ülke (1980-2003)	DYY' nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	GMM	DYY'nin ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.	Ülkelerin sahip olduğu gelişmiş insan sermayesi, yüksek ticari açıklık, yüksek finansal gelişmişlik, düşük nüfus artış oranı ve düşük risk seviyesine bağlı olarak DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin daha da arttığını tespit etmişlerdir.
Wang ve Wong (2009: 103-115)	69 ülke (1970-1989)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	SUR	DYY'nin ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebilmesi için belirli bir finansal gelişme ve belirli bir insan sermayesine sahip olması gerektiğini tespit etmişlerdir.	
Iamsiraroj ve Ulubaşoğlu (2015: 200-2013)	140 ülke (1970-2009)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Meta regresyon ve Sistem-GMM	DYY'nin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca bu etki gelişmekte olan ülkelerde daha güçlüdür.	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırabilmesi için insan sermayesinden ziyade, ticari açıklığın ve finansal gelişmişliğin önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.
Alvarado v.dğr. (2017: 176-187)	19 Latin Amerika ülkesi (1980-2014)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Panel veri regresyon analizi	DYY ile ekonomik büyüme arasında anlamlı sonuçlar elde edilmemiştir.	Ancak sonuçlar ülkelerin gelişmişlik seviyeleri dikkate alındığında değişmektedir. Yüksek gelirli ülkelerde, DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi olumlu ve önemli iken, orta-üst gelirli ülkelerde etki düzensiz ve önemsiz ve düşük-orta gelirli ülkelerde negatif ve anlamlıdır.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşan birçok çalışma mevcuttur. Akinlo (2004: 627-639), Lyroudi v.dğr. (2004: 97-110), Louzi ve Abadi (2011: 253-258) yaptıkları çalışmalarda, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Adams ve Opoku (2015: 48-56) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırım ve hükümet düzenlemelerinin ekonomik büyüme üzerinde doğrudan anlamlı bir etkisinin olmadığı, ancak etkileşimlerinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı etkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sarkar (2007: 1-23), Zhao ve Du (2007: 68-82) ve Herzer v.dğr. (2008:793-810) yaptıkları çalışmalarda, doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi nedensellik testleri ile araştırmıştır. Üç ayrı çalışmanın sonucunda da DYY ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensel ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

Tablo 2.5: DYY'nin ekonomik büyümeye üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşan çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Akinlo (2004: 627-639)	Nijerya (1970-2001)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	VECM	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Lyrouti v.dğr. (2004: 97-110),	17 geçiş ekonomisi (1995-1998)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Bayesian	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Sarkar (2007: 1-23)	51 az gelişmiş ülke (1970-2002)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Zaman serisi regresyon analizi ve panel veri regresyon analizi	DYY ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Zhao ve Du (2007: 68-82)	Çin (1985-2003)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	VAR modeli	DYY ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir.	
Herzer, Klasen ve Nowak-Lehmann (2008:793-810)	28 gelişmekte olan ülke (1970-2003)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi, hata düzeltme modeli (ECM) ve Johansen eş-bütünleşme testleri	DYY ile ekonomik büyüme arasında çoğu ülkede kısa ve uzun dönemde ilişkiye rastlanılmamaktadır.	DYY'nin bu etkisi insan sermayesi, ticari açıklık ve finansal gelişme ile net bir ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Louzi ve Abadi (2011: 253-258)	Ürdün (1990-2009)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	VAR modeli	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Adams ve Opoku (2015: 48-56)	22 Sahra Altı Afrika ülkesi (1980-2011)	DYY ve hükümet düzenlemelerinin ekonomik büyüme üzerine etkileri	GMM	DYY ve hükümet düzenlemelerinin ekonomik büyüme üzerinde doğrudan anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılrken, etkileşimlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin pozitif ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir.	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Artan dış sermaye bağımlılığı ve yabancı sermayedeki oynaklık gibi faktörler doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini negatif yaptığı sonucuna ulaşan çalışmalar vardır. Kentor (1998: 1024-1046) ve Kentor ve Boswell (2003: 301-313) yaptıkları çalışmalarda, dış sermayeye bağımlı olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediği sonucu elde edilmiştir. Mencinger'in (2003: 491-508) yaptığı çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Mencinger, ülkeye giren doğrudan yabancı yatırım miktarı arttıkça, ülkedeki dış borç ve cari açık seviyesi artacak ve bu durumun uzun dönemde ekonomik büyümeyi negatif etkileyeceği sonucuna ulaşılmıştır. Lensink ve Morrissey (2006: 478-493) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımdaki oynaklığın ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca bu çalışmada Lensink ve Morrissey, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğuna dair sonuçlar olsa da, gelişmekte olan ülkelerde bu etkinin net olmadığını belirterek, doğrudan yabancı yatırımın oynaklığı bütün ekonomilerde ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Guidiby (2014: 248-256), 1980-2009 yıllarını kapsayan ve 50 Afrika ülkesi üzerine yaptığı çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi 1980-1994 yıllarında negatif etkilediği, 1995-2009 yılları arasında ise pozitif etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Tablo 2.6: DYY'nin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşan çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Kentor (1998: 1024-1046)	89 ülke (1938-1990)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Panel veri regresyon analizi	Dış sermayeye bağımlı olan ülkelerde DYY'nin ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.	
Kentor ve Boswell (2003: 301-313).	39 az gelişmiş ülke (1970-1995)	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Panel veri regresyon analizi	Dış sermayeye bağımlı olan ülkelerde DYY'nin ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.	
Mencinger (2003: 491-508)	8 geçiş ekonomisi (1994-2000)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi	DYY'nin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.	Ülkeye giren doğrudan yabancı yatırım miktarı arttıkça, ülkedeki dış borç ve cari açık seviyelerinin artacağı ve bu durumun uzun dönemde ekonomik büyümeyi negatif etkileyeceği sonucuna ulaşılmıştır.
Lensink ve Morrissey (2006: 478-493)	87 ülke (1975-1997)	DYY akışlarının ve oynaklığının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK, 2SLS ve araç değişkenleri yöntemi	DYY'deki oynaklık ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini tespit etmişlerdir.	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğuna dair sonuçlar olsa da, gelişmekte olan ülkelerde bu etkinin net olmadığı ve DYY'nin oynaklığı bütün ekonomilerde, ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Gui-Diby (2014: 248-256)	50 Afrika ülkesi (1980-2009)	DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	GMM	DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisi olduğunu ve bu sonuçların insan sermayesi seviyesinden bağımsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	1980-1994 yıllarında DYY'nin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği, 1995-2009 yılları arasında ise pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2.2. Yabancı Portföy Yatırımları ile Ekonomik Büyüme İlişkisi

Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerine olan etkilerini araştıran birçok çalışma vardır. Sonuçlar yabancı portföy yatırımlarının oynaklığına, çalışmanın yapıldığı döneme, ülkeye ve yabancı portföy yatırımlarının türüne göre değişmektedir. Soto (2000: 1-31), Reisen ve Soto (2001: 1-14), McLean ve Shrestha (2002: 1-27), Mody ve Murshid (2005: 249-266), Lay ve Wickramanayake (2007: 7-23), Duasa ve Kassım (2009: 109-123), Ferreira ve Laux (2009) ve İbrahim ve Akinbobola'nın (2017: 33-52) yaptıkları çalışmalarda, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi artırdığı tespit edilmiştir. Soto'nun (2000: 1-31) yaptığı çalışmada, ülkeye hisse senedi olarak giren yabancı portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif korelasyon bulunurken, ülkeye borç olarak giren yabancı portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında negatif korelasyon tespit etmiştir. Reisen ve Soto (2001: 1-14) yaptıkları çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi artırdığı ve uzun dönemli ekonomik büyüme için hükümetlerin yabancı sermaye girişlerini artıracak kararlar almaları gerektiğini vurgulamıştır. Mody ve Murshid (2005: 249-266) yaptıkları çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının yurtiçi yatırımları harekete geçirdiğinden, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca Mody ve Murshid, daha iyi politikalara sahip ülkeler daha fazla yabancı sermaye çekecekleri için (emme kapasitesi) daha fazla büyüyeceklerini vurgulamaktadır. Lay ve Wickramanayake (2007: 7-23) yaptıkları çalışmada, tüm ekonomik değişkenler ile yabancı portföy yatırımları arasında uzun dönemde denge ilişkisinin olduğunu ve ekonomik büyüme göstergesi ile pozitif ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Duasa ve Kassım (2009: 109-123) yaptıkları çalışmada, yabancı portföy yatırımı ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ferreira ve Laux (2009: 271-292) 1988-2001 yılları arasında 50 ülke için yaptığı çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. İbrahim ve Akinbobola (2017: 33-52), yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde uzun dönemli pozitif etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Tablo 2.7: YPY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşan çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Soto (2000: 1-31)	44 gelişmekte olan ülke (1986-1997)	Yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	GMM	Ülkeye hisse senedi olarak giren YPY ile ekonomik büyüme arasında pozitif korelasyon bulunurken, ülkeye borç olarak giren YPY ile ekonomik büyüme arasında negatif korelasyon tespit edilmiştir.	
Reisen ve Soto (2001: 1-14)	44 gelişmekte olan ülke (1986-1997)	YPY, DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	GMM	YPY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
McLean ve Shrestha (2002: 1-27)	Asya, Latin Amerika ve Afrika'dan 40 gelişmekte olan ülke (1976-1995)	Yabancı yatırımın ve finansal liberalleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Panel veri regresyon analizi	YPY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Mody ve Murshid (2005: 249-266)	60 gelişmekte olan ülke (1979-1999)	Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Panel veri regresyon analizi	YPY yurtiçi yatırımları harekete geçirdiğinden ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.	Daha iyi politikalara sahip ülkeler daha fazla yabancı sermaye çekecekleri için daha fazla büyüyeceklerini vurgulamaktadır.
Lay ve Wickramanayake (2007: 7-23)	Singapur (1972-1999)	YPY'nin makroekonomik göstergelerle olan ilişkisi	Kısıtsız hata düzeltme modeli (UVEC)	Tüm ekonomik değişkenler ile YPY arasında uzun dönemde denge ilişkisinin olduğunu ve ekonomik büyüme göstergesi ile pozitif ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir.	
Duasa ve Kassim (2009: 109-123)	Malezya (1991-2006)	YPY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik testleri	YPY ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Ferreira ve Laux (2009: 271-292)	50 ülke (1988-2001)	YPY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Kesit ve zaman serisi analizi	YPY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
İbrahim ve Akinbobola (2017: 33-52)	Nijerya (1986-2013)	YPY, demokrasi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler	VAR modeli	YPY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Durham (2003: 1-35), Pal (2006: 1-24), Ahmad, v.dğr. (2015: 163-172) ve Ahmad v.dğr.'nin (2016: 57-69) yaptıkları çalışmalarda, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Durham'ın (2003: 1-35) 1977-2000 yılları arasında 88 ülke için yaptığı çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Pal (2006: 1-24), 1982-2004 yılları arasında Hindistan ekonomisi üzerine yaptığı çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının bir ülkenin borsasını ve dolayısıyla ekonomik büyümesini artıracak konusundaki temel argümanın Hindistan'da geçerli olmadığını tespit etmiştir. Ahmad v.dğr. (2015: 163-172), 2001-2013 yılları arasında Çin ve Hindistan ekonomileri üzerine yaptıkları çalışmada, YPY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testleri ile araştırmıştır ve YPY ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedenselliğe rastlanılmadığı tespit edilmiştir. Ahmad v.dğr. (2016: 57-69), 2001-2013 yılları arasında 5 ASEAN (Singapur, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland) ülkesi üzerine yaptığı çalışmada, YPY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testleri ile araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, Singapur haricinde diğer ülkelerde, yabancı portföy yatırımlarından ekonomik büyüme doğru nedensel ilişki olduğunu saptamışlardır.

Yabancı portföy yatırımlarındaki oynaklık özellikle finansal piyasalarda sıkıntılara neden olabileceği ve finansal krizlere yol açabileceği görüşünü savunan çalışmalar vardır. Baharumshah ve Thanoon (2006: 70-83), 1982-2001 yıllarını kapsayan ve Doğu Asya ülkeleri üzerine yaptığı çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının kısa ve uzun dönemde ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini tespit etmişlerdir. Aizenman v.dğr. (2013: 371-396), 1990-2010 döneminde finansal sistemin daha fazla entegre olduğu gelişmekte olan 100 ülke için yaptıkları çalışmada, yabancı portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında 2008 küresel kriz öncesinde anlamlı bir ilişki bulunmazken, kriz sonrasında yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 2.8: YPY'nin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşan çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Durham (2003: 1-35)	88 ülke (1977-2000)	YPY ve diğer yabancı yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK	YPY'nin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.	Finansal ve yasal gelişme ile YPY'nin olumsuz etkileri azalmaktadır.
Pal (2006: 1-24)	Hindistan (1982-2004)	YPY'nin Hindistan ekonomisi ve endüstrisi üzerindeki etkisi	Panel veri regresyon analizi	YPY bir ülkenin borsasını ve dolayısıyla ekonomik büyümesini artıracığı konusundaki temel argümanın Hindistan'da geçerli olmadığı tespit edilmiştir.	
Ahmad v.dğr. (2015: 163-172)	Çin ve Hindistan (2001-2013)	YPY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi	YPY ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedenselliğe rastlanılmamıştır.	
Ahmad v.dğr. (2016: 57-69)	5 ASEAN ülkesi (Singapur, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland) (2001-2013)	YPY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi	Singapur'da YPY ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedenselliğe rastlanılmamıştır.	Singapur haricinde diğer ülkelerde, yabancı portföy yatırımlarından ekononmik büyüme doğru nedensel ilişki olduğunu tespit edilmiştir.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 2.9: YPY'nin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşan çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Baharumshah ve Thanoon (2006: 70-83)	Doğu Asya ülkeleri (1982-2001)	Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK	YPY'nin kısa ve uzun dönemde ekonomik büyümeyi negatif etkilediğini tespit etmişlerdir.	Yurt içi tasarruflar ekonomik büyümeyi artırmaktadır.
Aizenman v.dğr. (2013: 371-396)	Finansal sistemin daha fazla entegre olduğu gelişmekte olan 100 ülke (1990-2010)	Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK	YPY ile ekonomik büyüme arasında 2008 küresel kriz öncesinde anlamlı bir ilişki bulunmazken, kriz sonrasında ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2.3. Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran King ve Levine (1993: 513-542), Levine (1997: 688-726), Levine ve Zervos (1998: 537-538), Beck v.dğr. (2000: 261-300), Ansari (2002: 72-93), Rioja ve Valev (2004a: 429-447), Levine (2005: 865-934), Abu-Bader ve Abu-Qarn (2008: 887-898), Klein ve Olivei (2008: 861-875), Yang ve Yi (2008: 827-840) ve Jalil ve Feridun (2011: 71-80) yaptıkları çalışmalarda, finansal gelişme ile ekonomik büyümeyi arasında pozitif ve önemli bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Genel olarak bu çalışmalarda Levine'nin (2003: 31-46) "daha fazla finans, daha fazla büyüme" (more finans, more growth) teorisi ile tutarlı sonuçlar elde edilmiştir. Levine'ne (2003: 31-46) göre, finansal gelişmeyi ne kadar artırırsanız ekonomik büyüme de o kadar artacaktır.

King ve Levine (1993: 513-542) yaptıkları çalışmada, finansal gelişmeyi temsil eden dört farklı değişken tanımlamıştır ve finansal gelişmeyi temsil eden tüm değişkenler ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Çalışmada finansal sektörün sunduğu hizmetler sermaye birikimini artırarak ve artan sermaye birikiminin daha verimli alanlarda kullanılmasını sağlayarak, ekonomik büyümeyi teşvik ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Levine (1997: 688-726) yaptığı çalışmada, iyi işleyen finansal sistem, sermaye birimi ve teknolojik yenilikleri hızlandırarak ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Levine ve Zervos (1998: 537-538) yaptıkları çalışmada, finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan borsa ve bankacılık sektörü gelişmesinin, ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Beck v.dğr.'nin (2000: 261-300) yaptığı çalışmada ise, finansal gelişme verimlilik artışı yoluyla ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ansari (2002: 72-93) yaptığı çalışmada, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucunu bulmuştur. Rioja ve Valev (2004a: 429-447), finansal gelişme seviyesi çok düşük olan ülkelerde, finansal piyasalardaki ilave iyileştirmelerin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Finansal gelişme seviyesi orta olan ülkelerde ise, finansal piyasalardaki ilave iyileştirmelerin ekonomik büyüme üzerinde büyük ve olumlu etki yaptığı tespit edilmiştir. Son olarak finansal gelişme seviyesi yüksek olan ülkelerde, finansal piyasalardaki ilave iyileştirmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif olmasına rağmen bu etkinin daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Levine (2005: 865-934) yaptığı çalışmada, hem gelişen hem de gelişmiş finansal piyasaların ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada gelişen finansal sistemler; (i) yatırım fırsatları hakkında ön bilgi üreterek, (ii)

kaynak sağladığı yatırımcıları izleyerek projelerin etkin çalışıp çalışmadığını gözlemleyerek, (iii) risk yönetimi ve ayrıştırma işlemlerini kolaylaştırarak, (iv) tasarrufları harekete geçirerek ve (v) mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırarak ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Abu-Bader ve Abu-Qarn (2008: 887-898) yaptıkları çalışmada, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır ve ayrıca finansal gelişme, hem yatırım için gerekli kaynakları artırarak hem de verimlilik artışı sağlayarak ekonomik büyümeyi artırdığını vurgulamaktadırlar. Klein ve Olivei (2008: 861-875) yaptıkları çalışmada, finansal derinliğin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Yang ve Yi (2008: 827-840), finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğunu tespit etmişlerdir. Jalil ve Feridun (2011: 71-80) ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ve güçlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Tüm bu sonuçların aksine Anwar ve Sun (2011: 355-342) 1970-2007 yılları arasında Malezya ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır.

Son yıllarda Levine'nin (2003: 31-46) “more finans, more growth” teorisinin geçerli olmadığı, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan ilişkinin varlığını ortaya koyan çok sayıda çalışma yapılmıştır. Deidda ve Fattouh (2002: 339-345), Shen ve Lee (2006: 1907-1944), Huang ve Lin (2009: 439-466), Rousseau ve Wachtel (2011: 1-23), Cecchetti ve Kharroubi (2012: 1-22), Law ve Singh (2014: 36-44), Arcand v.dğr. (2015: 105-148) ve Sahay v.dğr.'nin (2015: 1-41) yaptıkları çalışmalarda, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi bir seviyeye kadar pozitif etkilediğini ve finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan “ters U” şeklinde ilişki olduğunu saptamışlardır.

Tablo 2.10: Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşan çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
King ve Levine (1993: 513-542)	80 ülke (1960-1989)	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	SEM ve 3SLS	Finansal gelişmeyi temsil eden tüm değişkenler ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.	Finansal sektörün sunduğu hizmetler sermaye birikimini artırarak ve artan sermaye birikiminin daha verimli alanlarda kullanılmasını sağlayarak ekonomik büyümeyi teşvik ettiği sonucuna ulaşmışlardır.
Levine (1997: 688-726)	77 ülke (1960-1989)	Finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Yatay kesit veri regresyon analizi ve panel veri regresyon analizi	İyi işleyen finansal sistem, sermaye birimi ve teknolojik yenilikleri hızlandırarak ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Levine ve Zervos (1998: 537-538)	47 ülke (1976-1993)	Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	Yatay kesit analizi ve panel veri regresyon analizi	Finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan borsa ve bankacılık sektörü gelişmesinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Beck v.dğr. (2000: 261-300)	63 ülke (1960-1995)	Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	GMM	Finansal gelişme verimlilik artışı yoluyla ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.	
Ansari (2002: 72-93)	Malezya (1960-1996)	Finansal gelişme, para arzı ve devlet harcamalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	VECM ve Granger nedensellik testi	Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmıştır.	

Rioja ve Valev (2004a: 429-447)	74 ülke (1961-1995)	Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Sistem-GMM ve threshold regresyon	Finansal gelişme seviyesi çok düşük olan ülkelerde, finansal piyasalardaki ilave iyileştirmelerin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Finansal gelişme seviyesi orta olan ülkelerde ise, finansal piyasalardaki ilave iyileştirmeler ekonomik büyüme üzerinde büyük ve olumlu etki yaptığı tespit edilmiştir. Son olarak finansal gelişme seviyesi yüksek olan ülkelerde, finansal piyasalardaki ilave iyileştirmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif olmasına rağmen daha düşük olduğu tespit edilmiştir	
Levine (2005: 865-934)	77 ülke (1960-1995)	Finansal sistemin işleyişi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	GMM	Hem gelişen hem de gelişmiş finansal piyasaların ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.	Çalışmada gelişen finansal sistemler; 1) yatırım fırsatları hakkında ön bilgi üreterek, 2) eski yatırım sonrası izlemeyi iyileştirmek ve kurumsal yönetişimi uygulayarak, 3) risk yönetimi ve ayrıştırma işlemlerini kolaylaştırarak, 4) tasarrufları harekete geçirerek, 5) mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırarak ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.
Abu-Bader ve Abu-Qarn (2008: 887-898)	Mısır (1960-2001)	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.	Finansal gelişme hem yatırım için kaynakları artırarak hem de verimlilik artışı sağlayarak ekonomik büyümeyi artırmaktadır.
Klein ve Olivei (2008: 861-875)	87 ülke (1986-1995)	Finansal derinlik ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Panel veri regresyon analizi	Finansal derinliğin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.	

Yang ve Yi (2008: 827-840)	Kore (1970-2001)	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi	Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğunu tespit etmişlerdir.	
Anwar ve Sun (2011: 355-342)	Malezya (1970-2007)	Banka temelli finansal gelişme, yabancı yatırım ve yurt içi yatırım stoku arasındaki ilişki	GMM	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki anlamsızdır.	
Jalil ve Feridun (2011: 71-80)	Pakistan (1975-2008)	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında ilişki	Temel bileşenler analizi (PCA) ve ARDL sınır testi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ve güçlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 2.11: Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan ilişkiyi araştıran çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Deidda ve Fattouh (2002: 339-345)	119 ülke (1960-1989)	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Threshold regresyon	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında eşik etkisi olduğu ve finansal gelişmenin bu seviyeyi aştığında ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan veya finansal gelişmenin büyüme üzerinde bir dönüm noktası olduğu yani ters “U” şeklinde ilişki olduğu vurgulanmıştır.	
Shen ve Lee (2006: 1907-1944)	48 ülke (1976-2001)	Finansal gelişme ile (borsa gelişmesi) ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Panel veri regresyon analizi	Finansal gelişme ile büyüme arasında doğrusal olmayan bir ilişki saptanmıştır. Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ters “U” şeklindedir.	
Huang ve Lin (2009: 439-466)	71 ülke (1960-1995)	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Threshold regresyon	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan bir ilişki saptanmıştır. Yani finansal gelişme, bir seviyeye kadar ekonomik büyümeyi artırırken, bir seviyeden sonra negatif etkilemektedir.	Düşük gelir seviyesine sahip ülkelerde finansal gelişmenin etkisi belirgin bir şekilde pozitiftir.

Rousseau ve Wachtel (2011: 1-23)	84 ülke (1960-2003)	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Araç değişkenleri yöntemi	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında eşik etkisi olduğu ve finansal gelişme bu seviyeyi aştığında ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan veya finansal gelişmenin büyüme üzerinde bir dönüm noktası olduğu yani ters “U” şeklinde ilişki olduğu vurgulanmıştır.	
Cecchetti ve Kharroubi (2012: 1-22)	50 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke (1980-2009)	Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Panel veri regresyon analizi	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında eşik etkisi olduğu ve finansal gelişmenin bu seviyeyi aştığında ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan veya finansal gelişmenin büyüme üzerinde bir dönüm noktası olduğu yani ters “U” şeklinde ilişki olduğu vurgulanmıştır.	
Law ve Singh (2014: 36-44)	87 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke (1980-2010)	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Threshold regresyon ve Sistem-GMM	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında eşik etkisi olduğunu ve finansal gelişme bu seviyeyi aştığında ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan veya finansal gelişmenin büyüme üzerinde bir dönüm noktası olduğu yani ters “U” şeklinde ilişki olduğu vurgulanmıştır.	
Arcand v.dğr. (2015: 105-148)	133 ülke (1960-2010)	Finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Zaman serisi analizi ve panel veri regresyon analizi	Finansal gelişme ile büyüme arasında doğrusal olmayan bir ilişki saptanmıştır.	
Sahay v.dğr. (2015: 1-41)	128 ülke (1980-2010)	Finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Sistem -MM	Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ters “U” şeklindedir. Yani finansal gelişme bir seviyeye kadar ekonomik büyümeyi artırırken, bir seviyeden sonra negatif etkilemektedir.	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2.4. Doğrudan Yabancı Yatırım, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Doğrudan yabancı yatırım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran birçok çalışma vardır. Hermes ve Lensink (2003: 142-163), Alfaro v.dğr. (2004: 89-112), Ljungwall ve Li (2007: 1-37), Ang (2009: 1595-1601), Choong ve Lim (2009: 13-30), Chee ve Nair (2010: 107-119) ve Sghaier ve Abida (2013: 1-13) yaptıkları çalışmalarda benzer sonuçlar elde etmişlerdir. Hermes ve Lensink (2003: 142-163) tarafından yapılan çalışmada, finansal olarak gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğunu tespit etmiştir. Alfaro v.dğr. (2004: 89-112) tarafından yapılan çalışmanın bulgularına göre, finansal olarak gelişmemiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik büyümeyi etkilemez iken, finansal olarak gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğunu tespit edilmiştir. Ljungwall ve Li (2007: 1-37) tarafından yapılan çalışmada, gelişmiş finansal piyasalar ve doğrudan yabancı yatırım, ev sahibi ülkede teknoloji yayılımını artırarak ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ang (2009: 1595-1601) yaptığı çalışmada, finansal gelişmenin ve doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi arttırdığını tespit etmiştir. Choong ve Lim (2009: 13-30) doğrudan yabancı yatırım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme etkileşiminin ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve önemli etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Chee ve Nair (2010: 107-119) yaptıkları çalışmada, finansal gelişmenin, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi artırmasındaki rolünün çok önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sghaier ve Abida (2013: 1-13) yaptıkları çalışmada ise, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi artırması için gelişmiş finansal sistemin gerekli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Tablo 2.12: DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Hermes ve Lensink (2003: 142-163)	Gelişmiş finansal sisteme sahip 37 ülke ve finansal sistemi gelişmemiş 30 ülke (1970-1995)	DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi	Panel veri regresyon analizi	Finansal olarak gelişmemiş ülkelerde DYY ekonomik büyümeyi etkilemez iken, finansal olarak gelişmiş ülkelerde DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Alfaro v.dğr. (2004: 89-112)	20 OECD ve 51 OECD üyesi olmayan ülke (1975-1995)	DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi	EKK ve araç değişkenleri yöntemi	DYY'nin tek başına ekonomik büyüme üzerinde belirsiz bir etkisi vardır. Ancak finansal olarak gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.	
Ljungwall ve Li (2007: 1-37)	28 Çin eyaleti (1986-2003)	Finansal gelişme ve DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Sistem-GMM	Gelişmiş finansal piyasalar ve DYY, ev sahibi ülkede teknoloji yayılımını artırarak ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.	
Ang (2009: 1595-1601)	Malezya (1965-2004)	DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi	VECM ve Granger nedensellik testi	Finansal gelişme ve DYY'nin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Choong ve Lim (2009: 13-30)	Malezya (1970-2001)	Finansal gelişme ve DYY etkileşiminin ekonomik büyümeye üzerindeki etkisi	VAR modeli, Granger nedensellik testi	DYY ile finansal gelişme etkileşiminin ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve önemli etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Chee ve Nair (2010: 107-119)	44 Asya ve Okyanus ülkesi (1996-2005)	DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi	Panel veri regresyon analizi	Finansal gelişmenin, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi artırmasındaki rolünün çok önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
Sghaier ve Abida (2013: 1-13)	Tunus, Fas, Cezayir ve Mısır (1980-2011)	DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi	GMM	DYY'nin ekonomik büyümeyi artırması için gelişmiş finansal sistemin olması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.	Ülkeye giren DYY'lerin faydalarını artırmak için finansal sistemin gelişmesini sağlayan reformlar gereklidir.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bazı yazarlar finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki doğrusal olmayan ilişkinin varlığından dolayı, doğrudan yabancı yatırımlar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi finansal gelişmenin eşik değeri ile (threshold regression) araştırmıştır. Omran ve Bolbol (2003: 231-249), Khan (2007: 1-55), Azman-Saini v.dğr. (2010: 211-213), Zadeh ve Madani (2012: 228-230) ve Baharumshah v.dğr. (2017: 768-789) yaptıkları çalışmalarda, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ülkelerin finansal gelişme seviyelerine bağlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Finansal gelişme eşik seviyeye ulaşmadığı durumlarda doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyümeyi negatif etkilerken, eşik seviyeyi aştığı durumlarda pozitif etkilemektedir.

Doğrudan yabancı yatırım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında yapılan nedensellik analizlerinde farklı sonuçlar elde edilmiştir. Lee ve Chang (2009: 249-271) ve Shahbaz ve Rahman (2012: 201-219) yaptıkları çalışmalarda, finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü ilişki olduğunu saptamışlardır. Kholdy ve Sohrabian (2005: 1-32), doğrudan yabancı yatırım ile finansal gelişme arasında karşılıklı ilişki olduğu, doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedenselliğin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde, doğrudan yabancı yatırımlardan daha fazla etkili olduğu ve doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkisinin finansal gelişme düzeyinden etkilendiği sonucunu elde etmişlerdir. Pradhan (2010: 37-43) yaptığı çalışmada, finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü ilişki olduğunu, finansal gelişmeden doğrudan yabancı yatırıma doğru tek yönlü ilişki olduğunu saptamıştır. Adeniyi ve Omisakin (2012: 105-127), 1970-2005 yılları arasında Fildişi Sahili, Gambiya, Gana, Nijerya ve Sierra Leone ekonomileri üzerine yaptığı çalışmada, Gana, Gambiya ve Sierra Leone’de finansal gelişme doğrudan yabancı yatırımların etkinliğini artırarak ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Nijerya’da ise herhangi bir ilişkiye rastlanılmadığı tespit edilmiştir.

Tablo 2.13: DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini finansal gelişmenin eşik değeri ile araştıran çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Omran ve Bolbol (2003: 231-249)	17 Arap ülkesi (1975-1999)	Finansal sistemin banka temelli olduğu Arap ülkelerinde DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi	Granger nedensellik testi ve threshold regresyon	DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin ülkelerin emme kapasitelerine (absorptive capacity) bağlı olduğu ve finansal gelişmenin belirli bir eşik seviyeye ulaşması durumunda DYY'lerin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Khan (2007: 1-55)	Pakistan (1972-2005)	DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi	Threshold regresyon	Finansal gelişme belirli bir eşik seviyeye ulaştıktan sonra DYY'nin ekonomik büyümeyi pozitif etkileyeceği tespit edilmiştir.	Daha iyi finansal yapıya sahip ülkeler daha fazla DYY çekecektir.
Azman-Saini v.dğr. (2010: 211-213)	95 ülke (1975-2005)	DYY ile ekonomik büyüme ilişkisinde finansal piyasaların rolü	Threshold regresyon	Finansal gelişme belirli bir eşik seviyeye ulaştıktan sonra DYY'nin ekonomik büyümeyi pozitif etkileyeceği tespit edilmiştir.	
Zadeh ve Madani (2012: 228-230)	İran (1971-2008)	DYY ile ekonomik büyüme ilişkisinde finansal gelişmişliğin etkisi	Threshold regresyon	Ülke finansal gelişmede eşik seviyeye ulaşmadıysa DYY ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Eğer finansal gelişme eşik seviyeyi aşarsa DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif olacaktır.	
Baharumshah v.dğr. (2017: 768-789)	80 ülke (1975-2007)	DYY, YPY ile ekonomik büyüme ilişkisinde finansal gelişmişliğin etkisi	Threshold regresyon	Finansal gelişme belirli bir eşik seviyeye ulaştıktan sonra DYY'nin ekonomik büyümeyi pozitif etkileyeceği tespit edilmiştir.	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 2.14: DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini nedensellik testleriyle araştıran çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Kholdy ve Sohrabian (2005: 1-32)	25 ülke (1995-2002)	Finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Granger nedensellik testi	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında ve DYY ile finansal gelişme arasında karşılıklı ilişki varken, DYY ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedenselliğe rastlanılmamıştır.	
Lee ve Chang (2009: 249-271)	37 ülke (1970-2002)	Finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Pedroni panel eş bütünleşme ve VAR modeli	Finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	Finansal gelişme ekonomik büyüme üzerinde DYY'den daha fazla etkilidir. DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki finansal gelişme düzeyinden etkilenmektedir.
Pradhan (2010: 37-43)	Hindistan (1970-2007)	Finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	ECM modeli ve Granger nedensellik testi	DYY ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü ve finansal gelişmeden DYY'e doğru tek yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.	Daha iyi finansal sistem ekonomik büyümeyi ve DYY'yi artıracaktır.
Shahbaz ve Rahman (2012: 201-219)	Pakistan (1990-2008)	Finansal gelişme, ithalat ve DYY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	ARDL sınır testi ve VECM	Değişkenler arasında karşılıklı ilişki saptanmıştır.	
Adeniyi ve Omisakin (2012: 105-127)	Fildişi Sahili, Gambiya, Gana, Nijerya ve Sierra Leone (1970-2005)	Finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	VECM ve Granger nedensellik analizi	Finansal gelişme Gana, Gambiya ve Sierra Leone'de doğrudan yabancı yatırımların etkinliğini artırarak ekonomik büyümeyi artırmaktadır.	Nijerya'da ise herhangi bir nedenselliğe rastlanılmamıştır.

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2.5. Yabancı Portföy Yatırımları, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi

Yabancı portföy yatırımları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini Durham (2003: 1-35), Choong v.dğr. (2010: 107-117), Babhebo ve Apere (2014: 108-115), Albulescu (2015: 507-512) ve Najaf ve Najaf (2016: 37-41) yaptıkları çalışmalarda araştırmıştır. Durham (2003: 1-35) 1977-2000 yılları arasında 88 ülke için yaptığı çalışmada finansal gelişmenin yabancı portföy yatırımlarının olumsuz etkilerini azalttığı sonucuna ulaşmıştır. Choong v.dğr. (2010: 107-117) 1988-2002 yılları arasında 19 gelişmiş ve 32 gelişmekte olan ülke üzerine yaptıkları çalışmada, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Choong v.dğr., finansal gelişmenin belirli bir eşik seviyeye ulaşmasıyla yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin olumsuzdan olumluya döneceğini vurgulamıştır. Babhebo ve Apere (2014: 108-115) 1986-2011 yılları arasında Nijerya ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada, yabancı portföy yatırımları, finansal gelişme ve ticari açıklığın ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yarattığını saptanmıştır. Ayrıca Babhebo ve Apere, ülkelerin daha fazla yabancı sermaye çekebilmesi için sermaye piyasasının işleyişini artıracak yollar izlemesi gerektiğini tavsiye eder. Albulescu (2015: 507-512) ve Najaf ve Najaf (2016: 37-41) yaptıkları çalışmalarda, yabancı portföy yatırımları ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi uzun dönemde pozitif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi artırması için Errunza (2001: 703-726) ve Durham (2004: 285-306) bazı ön koşulların gerektiği sonucunu elde etmişlerdir. Errunza (2001: 703-726) 1981-1996 yılları arasında 31 ülke için yaptığı çalışmada yabancı portföy yatırımları, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini araştırmaktadır. Çalışmanın sonucuna göre, yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi finansal liberalizasyon ile artırmaktadır. Durham'ın (2004: 285-306) 1979-1998 yıllarını kapsayan 80 ülke üzerinde yaptığı çalışmada, yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi finansal gelişme ve kurumsal gelişme seviyesine bağlı olarak artırdığını tespit etmiştir.

Tablo 2.15: YPY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran çalışmalar

Yazar(lar)	Ülke ve Dönem	Çalışmanın Kapsamı	Çalışmanın Yöntemi	Bulgular	Ek Bulgular
Errunza (2001: 703-726)	31 ülke (1981-1996)	YPY, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Korelasyon analizi	YPY ekonomik büyümeyi finansal liberalizasyon ile artırmaktadır.	
Durham (2003: 1-35)	88 ülke(1977-2000)	YPY ve diğer yabancı yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK	YPY'nin ekonomik büyüme üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.	Finansal gelişme, yabancı portföy yatırımlarının olumsuz etkilerini azalttığı sonucuna ulaşmıştır.
Durham (2004: 285-306)	80 ülke (1979-1998)	YPY ve DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	EKK	YPY ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Ancak bu etki ülkelerin finansal gelişme ve kurumsal gelişme seviyelerine bağlıdır.	
Choong v.dğr. (2010: 107-117)	19 gelişmiş 32 gelişmekte olan ülke (1988-2002)	Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Threshold regresyon ve GMM	Dış borç ve YPY'nin ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yaptığı tespit edilmiştir.	Finansal gelişmenin belirli bir eşik seviyeye ulaşmasıyla yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif döneceğini vurgulamaktadır.
Babhebo ve Apere (2014: 108-115)	Nijerya (1986-2011)	YPY ekonomik büyüme arasındaki ilişki	Johansen eşbütünleşme ve VAR modeli	YPY, finansal gelişme ve ticari açıklığın ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	Yetkililer, yabancı sermayenin ekonomiye serbest akışını sağlamak için sermaye piyasasının işleyişini artıracak yollar izleyerek, YPY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini artırabilir.
Albulescu (2015: 507-512)	13 Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri (2005-2012)	DYY ve YPY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri	Sistem-GMM	YPY'nin ekonomik büyümeyi uzun dönemde artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.	
Najaf ve Najaf (2016: 37-41)	Pakistan (2006-2015)	YPY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi	EKK	Yabancı portföy yatırımları ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi uzun dönemde pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

III. BÖLÜM

3. YABANCI YATIRIMLARIN VE FİNANSAL GELİŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Amacı

Araştırmanın amacı, yabancı yatırımların (DYY ve YPY) ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki olası etkilerini incelemektir. Çalışmada ayrıca yabancı yatırım ve finansal gelişmeden farklı olarak ekonomik büyümeyi etkileyen faktörlerin neler olduğu, farklı gelir seviyelerine göre sınıflandırılmış ülkelerde ve farklı dönemlerde bu etkilerin nasıl değiştiği araştırılmıştır.

3.2. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada dinamik panel veri tahmincisi olan Arellano ve Bover / Blundell ve Bond'un geliştirdiği sistem genelleştirilmiş momentler tahmincisi ve Hayes'in geliştirdiği çoklu aracılık analizi kullanılmaktadır. Bu bölümde panel veri analizi ve dinamik panel veri modellerinin temel özellikleri, sistem genelleştirilmiş momentler yönteminin ve çoklu aracılık analizinin detayları açıklanmaktadır.

3.2.1.1. Panel Veri Analizi ve Dinamik Panel Veri Modelleri

Araştırma yapılırken istenilen amaçlar doğrultusunda toplanan benzer sayılara veri adı verilir. Ekonometrik analizlerde kullanılan üç tip veri vardır. Bunlar zaman serisi, yatay kesit veri ve panel veridir. Zaman serisi; zaman içerisinde sıralanmış gözlemlerin bir kümesidir. Zaman serisi yıllık gözlemlerden oluşabileceği gibi 6 aylık, 3 aylık, aylık, haftalık, günlük gibi formlarda da oluşabilir. Zaman serisine örnek olarak, Türkiye Cumhuriyeti'nin 1990-2018 yılları arasında enflasyon verisi gösterilebilir. Yatay kesit veri ise, belirli bir zamanda birden fazla birimden oluşan gözlemler kümesidir. Örnek olarak, Avrupa birliği ülkelerinin 2018 yılındaki enflasyon verisi gösterilebilir. Panel veri ise, birçok birim (yatay kesit) ve zaman boyutunun bir araya gelmesiyle oluşur (Baltagi, 2005: 1). Her bir birimin ve zamanın kendilerine has özellikleri vardır. Birimlerin özelliklerini yansıtan değişkenlere birim etkisi, zamanın özelliklerine yansıtanlara ise zaman etkisi denilmektedir. Birim etki, birimlere göre değişen fakat zamana göre sabit değişkenlerdir. Bireylerden bahsediliyorsa, kişilik

özellikleri, yetenek vs. birim etkiye örnek gösterilebilir. Zaman etkisi ise, zamana göre değişen birimlere göre sabit değişkenlerdir. İktisadi verilerle çalışırken kriz, deprem, sel gibi etkiler zaman etkisine örnek gösterilebilir (Tatoğlu, 2018a: 5). Genel bir panel veri modeli şu şekilde gösterilebilir;

$$y_{it} = \alpha_{it} + \beta x_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N ; t = 1, \dots, T \quad (3.1)$$

denklem (3.1)'de y ; bağımlı değişken, x ; bağımsız değişken, α ; sabit parametre, β ; eğim parametresi ve u ; hata terimidir. i ; birimleri (ülke, şehir, firma gibi), t ise zamanı (yıl, ay, hafta, gün gibi) ifade etmektedir.

Panel veri analizinde eğer yatay gözlemler zaman boyutundan büyükse ($N > T$) kısa panel olarak adlandırılırken, zaman boyutu yatay gözlem boyutundan büyükse ($T > N$) uzun panel olarak adlandırılır (Cameron ve Trivedi, 2005: 697). Ayrıca panel veri analizinde her bir birim tüm zamanlarda gözlemlendiğinde dengeli panel olarak adlandırılırken, gözlemlerde kayıplar söz konusu olduğunda ise dengesiz panel olarak adlandırılır (Wooldridge, 2010: 827-828).

Çalışmalarda panel veri analizinin kullanılmasının çeşitli avantajları vardır. Bunlar (Gujarati, 2004: 637-638; Baltagi, 2005: 4-7):

- Panel veri analizi birimler arasındaki farklılıkları (heterojenliği) kontrol eder. Zaman serisi ve yatay kesit veri analizlerinde bu farklılıklar (heterojenliği) kontrol edilemediğinden sonuçlar sapmalı ve tutarsız olabilmektedir. Panel veri bu tip sapmaları kontrol altında tutmaktadır.
- Panel veri, yatay kesit gözlemleri ile zaman serilerinin birleşmesinden oluştuğundan, daha fazla bilgi, daha fazla serbestlik derecesi, daha fazla etkinlik ve değişkenler arasında daha az doğrusal bağlantı sağlamaktadır.
- Panel veri, verilerin değişim dinamiklerini incelemek için daha uygundur. İşsizlik, işten ayrılma, yoksulluk gibi konular panel veri analizinde daha iyi çalışılmaktadır.
- Panel veri, zaman serisi ve yatay kesit serisinde kolayca gözlenemeyen etkileri daha iyi belirleyip ölçebilir.
- Zaman serisi ve yatay kesit serisine göre panel veri daha karmaşık davranış modelleri ile çalışma imkânı sağlamaktadır. Örneğin ölçek ekonomisi ve teknolojik değişim gibi olaylar zaman serisi ve yatay kesit serilerine göre daha iyi incelenebilir.

Panel veri kullanımının bahsedilen avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlar (Tatoğlu, 2018a: 14):

- Panel veri modellerinde hata terimi, zaman serisi, yatay kesit veri ve panel veri modeline ait sapmayı içermektedir. Bu yüzden hata terimi çoğunlukla sapmalıdır.
- Panel veri ile yapılan çalışmalarda en önemli problemlerden biri, verilere ulaşmak ve verileri düzenlemektir.
- Panel veriler genellikle zaman boyutu birim boyutundan kısadır. Bu durum özellikle doğrusal olmayan panel veri modellerinde çözülmesi zor ekonometrik problemlere sebep olur.

Panel veri modelleri, statik panel veri modelleri ve dinamik panel veri modelleri olarak ikiye ayrılır. Bağımlı ve/veya bağımsız değişkenin gecikmeli değeri modelde yer almıyorsa statik panel veri modelleri, bağımlı ve bağımsız değişkenin gecikmeli değeri modelde yer alıyorsa dinamik panel veri modelleri olarak adlandırılır.

Dinamik Panel Veri Modelleri: İktisadi ilişkiler büyük ölçüde geçmiş deneyim ve eski davranış biçimlerinin etkisinde olduğundan dinamik bir yapıya sahiptir. Bazı durumlarda bağımlı değişken, bağımsız değişkenlerdeki değişikliklere bir süre sonra tepki vermektedir. Bu yüzden iktisadi ilişkiler incelenirken değişkenlerin geçmiş değerinin modellere ilave edilmesi oldukça önemlidir. Modelde bulunacak gecikmeli bağımlı değişken, esas ilgilenilen konu olmasa bile süreçteki dinamiklerin hesaba katılması ve diğer parametrelerin tutarlı tahminlerinin yapılabilmesi için bir hayli önemlidir (Bond, 2002: 142; Tatoğlu, 2018b: 113). Dinamik panel veri modelleri ekonomik büyüme ve hane halkı tüketimi gibi birçok ekonomik modelin tahmininde sıklıkla kullanılmaktadır. Statik panel veri modellerinden farklı olarak dinamik panel veri modelleri, gecikmeli değişken veya değişkenler içeren modellerdir (Bond, 2002: 142; Gujarati, 2004: 656). Dinamik panel veri modelleri, gecikmeli panel veri modelleri ve otoregresif panel veri modelleri olarak iki grupta incelenir. Bağımsız değişken veya değişkenlerin gecikmeli değerleri, bağımsız değişken olarak yer aldığı modellere gecikmeli panel veri modelleri, bağımlı değişkenin bir veya daha fazla gecikmesi, bağımsız değişken olarak yer aldığı modellere otoregresif panel veri modelleri denilmektedir (Gujarati, 2004: 656). Genelde dinamik panel veri modellerinden bahsedilince akla ilk olarak otoregresif panel veri modelleri gelmektedir (Tatoğlu, 2018b: 113). Bir gecikmeli otoregresif panel veri modeli şu şekilde gösterilebilir;

$$y_{it} = \delta y_{it-1} + \beta x_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N ; t = 1, \dots, T \quad (3.2)$$

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (3.3)$$

(3.2) nolu denklemde y ; bağımlı değişkeni, δ ; skalar değerini, y_{it-1} ; bağımlı değişkenin bir gecikmeli değerini, x ; bağımsız değişkeni, β ; eğim parametresini ve u ; hata terimini gösterir. i ; birimleri (ülke, şehir, firma gibi), t ise zamanı (yıl, ay, hafta, gün gibi) ifade etmektedir. (3.3) nolu denklemde μ ; gözlenemeyen birim etkilerini ve v ; geriye kalan hata terimidir. Ayrıca u_{it} 'nin tek yönlü hata bileşenleri modelini takip ettiği varsayılmaktadır (Baltagi, 2005: 11; Baltagi, 2005: 135).

Bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin modele dâhil edilmesi bir takım problemlere neden olabilir. y_{it} , μ_i 'nin bir fonksiyonu olduğu için y_{it-1} de μ_i 'nin fonksiyonudur. Dolayısıyla y_{it-1} hata terimiyle korelasyonludur (Baltagi, 2005: 135). Bu durum panel veri analizinin katı dışsallık varsayımını (içsellik problemi) bozduğundan, tahminler sapmalı ve tutarsız olacaktır (Tatoğlu, 2018b: 114).

Dinamik panel veri modelleri havuzlanmış en küçük kareler yöntemi (EKK) ile tahmin edilebilir. Ancak model gecikmeli bağımlı değişken ile hata terimi arasındaki korelasyon problemini çözemeyecek ve sapmalı tahminler elde edilecektir. Bağımlı değişkenin gecikmeli değeri olan bağımsız değişken ile birim etki arasındaki korelasyon nedeniyle tesadüfi etkiler tahmincisinin de kullanımı uygun değildir (Tatoğlu, 2018b: 114-117). Ayrıca sabit etkiler tahmincisi olan grup içi tahminci, yalnız $T > N$ olduğunda tutarlı sonuçlar üretmektedir (Baltagi, 2005: 135-136).

Genel olarak bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin, modelde bağımsız değişken olarak kullanılmasının yarattığı problemleri ortadan kaldırmak için, Anderson ve Hsiao'nun (1981-1982) geliştirdiği araç değişkenleri yöntemi, Arellano ve Bond'un (1991) genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) ve Arellano ve Bover/Blundell ve Bond'un (1998) sistem genelleştirilmiş momentler yöntemi (Sistem-GMM) kullanılmaktadır.

3.2.1.2. Araç Değişkenleri Yöntemi

Anderson ve Hsiao'nun (1981-1982) geliştirdiği araç değişkenleri yöntemi, gecikmeli değişken ile hata terimi arasındaki korelasyondan kaynaklı içsellik problemini çözmek için kullanılır. Anderson ve Hsiao, modelin öncelikle farkının alınmasını daha sonra uygun araç değişkenleri kullanılmasını önermiştir. Bu bağlamda tercih edilen araç değişkeni hata teriminden bağımsız olmalı, yerine kullanılacak gecikmeli bağımlı değişkenler ile yüksek korelasyonlu olmalıdır.

Örnek olarak bir gecikmeli otoregresif model ele alalım.

$$y_{it} = \delta y_{it-1} + \mu_i + v_{it} \quad (3.4)$$

bu modelin birinci farkı,

$$y_{it} - y_{it-1} = \gamma(y_{it-1} - y_{it-2}) + (v_{it} - v_{it-1}) \quad (3.5)$$

denklem (3.5) şeklini almakta ve birim etki (μ_i), sabit parametreye yapılan dönüşümle modelden düşmektedir. Ancak farkı alınmış modelde, ($y_{it-1} - y_{it-2}$) ile hata terimi korelasyonludur, yani ortogonal değildir. Bu korelasyon problemini gidermek için ($y_{it-1} - y_{it-2}$) değişkeninin yerine, y_{it-2} ya da $\Delta y_{it-2}(=y_{it-2} - y_{it-3})$ değişkeni modelde araç değişken olarak kullanılmaktadır. (Anderson ve Hsiao, 1981: 598-606; Baltagi, 2005: 136).

Örneğin $t=3$ olarak alırsak,

$$y_{i3} - y_{i2} = \delta(y_{i2} - y_{i1}) + (v_{i3} - v_{i2}) \quad (3.6)$$

denklem (3.6) için uygun araç değişkeni y_{i1} 'dir. Çünkü ($y_{i2} - y_{i1}$) yüksek korelasyona sahipken, ($v_{i3} - v_{i2}$) ile korelasyonsuzdur. Aynı şartlarda $t=4$ alındığında araç değişken y_{i2} olacaktır.

Bu yöntem, tüm moment koşullarının kullanılmaması ve kalıntının fark alınmış yapısından kaynaklı otokorelasyon problemini dikkate almadığı için etkin değildir (Arellano ve Bond, 1991: 279; Baltagi, 2005: 136; Tatoğlu, 2018b: 125). Araç değişkenleri yönteminin bahsedilen sorunlarını çözebilmek için Arellano ve Bond (1991) genelleştirilmiş momentler yöntemini geliştirmiştir.

3.2.1.3. Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi

Arellano ve Bond'un genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM), Anderson ve Hsiao'nun araç değişkenleri yöntemindeki gibi modelin birinci farkını almakta ve geçerli tüm araç değişkenlerini modele dâhil ederek, Anderson ve Hsiao'nun araç değişkenleri modelindeki etkisizliği gidermeye çalışmıştır. Bu yöntemde iki aşamalı araç değişkenleri yöntemi de denilmektedir. Çünkü önce farkı alınmış model, araç değişken matrisi kullanılarak dönüştürülmekte ve daha sonra bu dönüştürülmüş model genelleştirilmiş EKK ile tahmin edilmektedir (Tatoğlu, 2018b: 129).

Örnek olarak gecikmeli bağımlı değişkenden başka açıklayıcı değişkeni olmayan birim ve sabit etkili otoregresif model ele alalım.

$$\begin{aligned} y_{it} &= \delta y_{i,t-1} + \mu_i + v_{it} & i &= 1 \dots \dots, N \text{ ve } t = 2 \dots \dots \dots, T \\ u_{it} &= \mu_i + v_{it} \end{aligned} \quad (3.7)$$

GMM tahmincisi, (3.7) nolu denklemde hata teriminin (u_{it}) hem kendi içinde hem de kendini oluşturan bileşenler (μ_i, v_{it}) bazında birbirinden bağımsız olduğunu varsayar ve (3.8)'de ifade edilen moment koşullarını kullanır:

$$E(y_{i,t-s}, \Delta v_{it}) = 0 \quad t = 3 \dots \dots, T \text{ ve } 2 \leq s \leq t - 1 \quad (3.8)$$

GMM tahmincisinde (3.7) nolu denklemin birinci farkı;

$$y_{it} - y_{it-1} = \delta(y_{it-1} - y_{it-2}) + (v_{it} - v_{it-1}) \quad (3.9)$$

denklem (3.9)'daki gibi olur. Modelde görüldüğü üzere birim etki (μ_i) ortadan kalkmıştır. Ancak y_{it-1} ile v_{it-1} korelasyonlu ve aşağıya doğru sapmalıdır. Bu problemi ortadan kaldırmak için uygun araç değişkenleri üretilmelidir. Örneğin farkı alınmış (3.9) nolu denklemde $t=3$ için model,

$$y_{i3} - y_{i2} = \gamma(y_{i2} - y_{i1}) + (v_{i3} - v_{i2}) \quad (3.10)$$

(3.10)'daki gibi olacaktır. Burada kullanılacak araç değişkeni y_{i1} 'dir. Çünkü y_{i1} , $(y_{i2} - y_{i1})$ ile yüksek korelasyona sahipken, $(v_{i3} - v_{i2})$ ile korelasyonsuzdur. Aynı şartlarda $t=4$ alındığında gereçerli olan araç değişkenleri, Andersen Hsiao'ya ek olarak $(v_{i4} - v_{i3})$ ile korelasyonsuz olan y_{i1} ve y_{i2} olacaktır. Yani T kadar dönem için T-2 kadar araç değişkeni $(y_{i1}, y_{i2}, y_{i3} \dots \dots, y_{i,t-2})$ oluşmaktadır. GMM tahmincisi çerçevesinde oluşturacak araç değişkenleri matrisi;

$$Z_i = \begin{bmatrix} y_{i1} & 0 & 0 & \dots & 0 & \dots & 0 \\ 0 & y_{i1} & y_{i2} & \dots & 0 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots & \dots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & y_{i1} & \dots & y_{i,T-2} \end{bmatrix} \quad (3.11)$$

(3.11)'deki gibidir (Arellano ve Bond, 1991: 279-281; Bond v.dğr., 2001: 5-6; Baltagi, 2005 136-140; Tatoğlu, 2018b:129-130).

Arellano ve Bond GMM tahmincisi; birim etkinin varyansı artık hatanın varyansına oranı çok yüksek ve otoregresif parametre çok olduğunda, modelde fark işlemi alındığı için dengesiz panellerde daha fazla gözlem kaybına sebep olduğundan, modelin birinci farkının alınması açıklayıcı değişkenlerin sapmalarını düşürerek testlerin gücünü azalttığından, süreklilik arz eden araç değişkenleri olduğu durumda gecikmeli değerin fark denklemleri için zayıf araç değişkenler olacağından, birinci fark alma bağımlı değişken üzerindeki ölçüm hatalarını daha da artırabileceğinden ve bağımlı değişkenin rassal yürüyüşe (random walk) yakın olduğunda GMM yöntemi zayıf performans göstereceğinden etkinliğini yitirmektedir (Blundell ve Bond, 1998: 115; Roodman, 2009a: 86; Wintoki v.dğr., 2012: 588).

3.2.1.4. Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi

GMM tahmincisine yöneltilecek eleştirileri ortadan kaldırmak için Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) fark ve düzey denklemlerini bir arada kullanan ve daha etkin olduğu kabul edilen sistem genelleştirilmiş momentler (Sistem-GMM) yöntemini geliştirmiştir. Önceden de bahsedildiği üzere, Arellano ve Bond'un geliştirdikleri GMM tahmincisi özellikle dengesiz panel verilerle çalışırken alınan fark işlemi gözlem kaybını artıracığından, süreklilik arz eden araç değişkenleri fark denklemlerinde zayıf araç değişkenleri olacağından ve otoregresif parametrelerin sayısı fazla olduğu durumlarda etkinliğini yitirmektedir. Bu potansiyel sapmaları ve GMM tahmincisinin zayıflığını gidermek için kullanılan Sistem-GMM tahmincisi, GMM tahmincisindeki y_{it} 'nin gecikmeli düzeylerini araç değişkeni olarak kullanmasına ilaveten, düzey denklemlerde y_{it} 'nin gecikmeli farklarının da araç değişken olarak kullanılmasına izin vermektedir. Burada kullanılacak araç değişkenlerinin geçerliliğini sağlamak için GMM tahmincisinin varsayımlarına ilave olarak, bağımsız değişkenlerin birinci farkları ülke spesifik etkileri ile ilişkisiz olduğunu varsayar.

Sistem-GMM tahmincisi, GMM tahmincisinin 3.8'deki moment koşullarına ilave olarak;

$$E(v_{it}, \Delta y_{i,t-1}) = 0 \quad t = 3, \dots, T \quad (3.12)$$

(3.12)'deki moment koşullarını önermiştir. Yani, düzey denklemde $t=3$ için uygun araç değişkeni $\Delta y_{i,2}$ iken, $t=4$ için uygun araç değişkeni $\Delta y_{i,2}$ ve $\Delta y_{i,3}$ olacaktır. Sistem-GMM tahmincisinin hesaplanması için düzey denklemine ve birinci fark denklemine ilişkin, tüm moment koşullarının birlikte kullanılması gerekmektedir (Blundell v.dğr., 2000:14). Yani Sistem-GMM tahmincisi (3.08) ve (3.12)'deki moment koşulları,

birlikte ele alınarak geçerli araç değişkenler üretir. Buradan da anlaşılacağı üzere bu yöntem, iki tane denklem sisteminin çözümünden oluştuğu için Sistem-GMM olarak adlandırılmaktadır. Kullanılacak araç değişkenlerini matris olarak ifade edecek olursak:

$$Z_i^+ = \begin{bmatrix} Z_i & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \Delta y_{i2} & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 0 & \Delta y_{i3} & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & \Delta y_{i,T-1} \end{bmatrix} \quad (3.13)^7$$

(3.13)'deki gibi olacaktır.

Blundell ve Bond (1998) geliştirdikleri Sistem-GMM yöntemini Arellano ve Bond GMM yöntemi ile Monte-Carlo simülasyonu ile karşılaştırmışlar ve Sistem-GMM tahmincisinin daha tutarlı sonuçlar verdiğini tespit etmişlerdir (Blundell ve Bond, 1998: 115-143).

Sistem-GMM tahmincisinin geçerli olması için modelin otokorelasyona sahip olmaması ve üretilen araç değişkenlerin geçerli olması gerekmektedir. Arellano ve Bond (1991) modeldeki otokorelasyonunun varlığını sınamak için AR(1) ve AR(2) testlerini geliştirmiştir. AR(1) testi “hata terimleri arasında birinci mertebeden otokorelasyon yoktur” hipotezini test ederken, AR(2) testi ise “hata terimleri arasında ikinci mertebeden otokorelasyon yoktur” sıfır hipotezini test etmektedir. Modelde bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin bağımsız değişken olarak bulunmasından dolayı AR(1) testinin sonucunda otokorelasyon olması gayet doğaldır. Ancak modelin geçerliliği için AR(2) testi sonucunda otokorelasyon olmaması gereklidir. Bu koşul modelin hata terimlerinin otokorelasyona sahip olmaması ve rassal yürüyüş (random walk) sergilemesine bağlıdır. İkinci varsayım Sargan/Hansen testleri ile sınanmaktadır. Sargan ve Hansen testleri “araç değişkenleri için aşırı tanımlama kısıtları geçerlidir.” sıfır hipotezini test eder. Yani modelde kullanılan araç değişkenlerinin geçerliliğini sınar. Modelin geçerli olabilmesi için her iki sıfır hipotezinde reddedilmemesi gereklidir (Arellano ve Bond, 1991: 282-283; Roodman, 2009a: 97; Tatoğlu, 2018b: 148-150). Bu varsayımların haricinde Sistem-GMM tahmincisinin kullanımında dikkat edilmesi gereken önemli detaylar vardır:

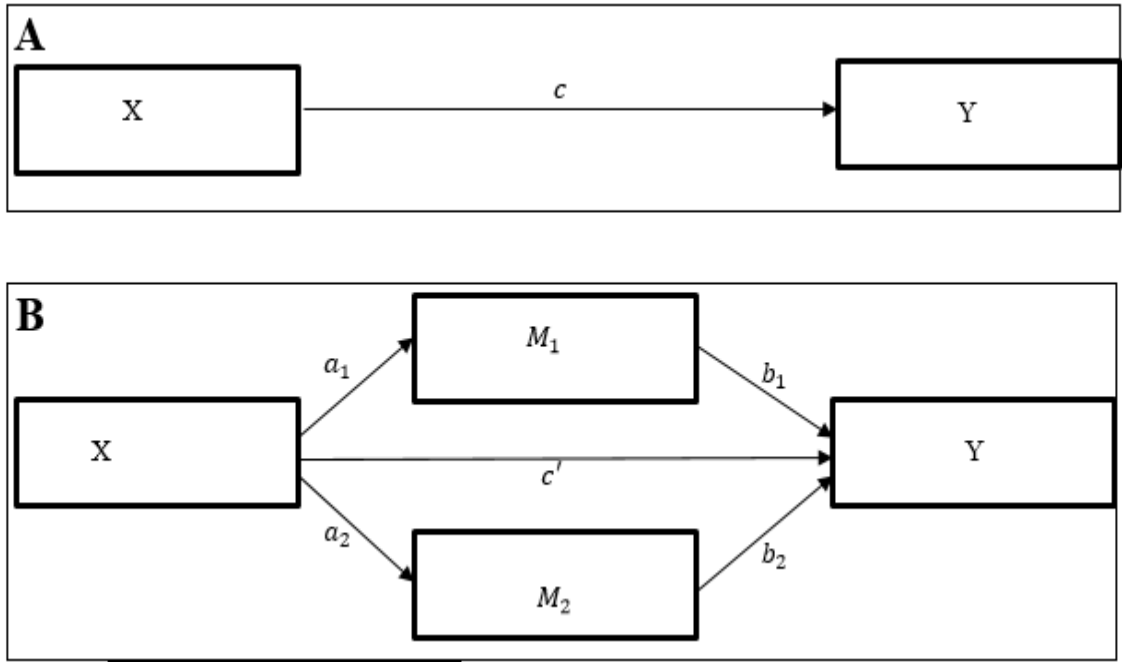
⁷ (3.13) nolu matristeki Z_i , GMM tahmincisi için geçerli araç değişkenleri matrisidir.

- Modelde, olası heteroskedasite ve otokorelasyona karşı iki aşamalı Sistem-GMM tahmincisi kullanmak gerekmektedir. Bu durum daha verimli olmasına karşına elde edilen standart hatalar aşağıya doğru sapmalıdır. Bu durumun üstesinden gelebilmek için Windmeijer (2005) tarafından geliştirilen iki aşamalı kovaryans matris düzeltmesi yapılmalıdır (Roodman, 2009b: 141).
- Modelde çok fazla araç değişkeni kullanmak sonuçları sapmalı hale getirecektir. Bu yöntemde N'in yeterince büyük olmadığı durumlarda, kullanılan araç değişken sayısı T ile birlikte arttığından, kullanılan araç değişken sayısı N'yi geçebilir. Böyle bir durumda elde edilen sonuçlar sapmalı olacaktır. Genel kural olarak kullanılan araç değişkeni sayısı N'e eşit ya da daha az olmalıdır. Bu durum çalışmalarda genel olarak gözden kaçmaktadır (Roodman, 2009b: 135-156, Roodman, 2009a: 98-99; Tatoğlu, 2018b: 130). Modelde kullanılacak araç değişkeni sayısını sınırlamak için bazı yöntemler geliştirilmiştir. İlk olarak mümkün olan tüm gecikmelerin yerine sınır koyarak sadece belli gecikmelerin kullanılmasını sağlamak, ikinci olarak oluşturulacak araç değişkenlerinin sayısını sınırlayacak bazı kodlar (collapse) kullanılmalıdır.

Çalışmamızda; (i) örneklemin zaman boyutu, kesit boyutundan oldukça küçük ($T < N$) olduğundan, (ii) örneklemdaki gözlem eksikliği sebebiyle dengesiz panele sahip olduğundan, (iii) modelin geçmiş değerlerden etkilenen dinamik yapıda kurulduğundan ve (iv) en önemlisi modelde yer alan bağımlı değişken ile bağımsız değişkenlerin katı dışsal varsayımına uymama ihtimalinden (içsellik sorununun bulunabilme ihtimali) dolayı Sistem-GMM tahmincisinin kullanılması uygun görülmüştür (Roodman, 2009a: 87).

3.2.2. Çoklu Aracılık Analizi

Aracılık analizi, bağımsız değişkenin (X), bir veya daha fazla aracı(lar) (M) değişken yoluyla bağımlı değişkeni (Y) nasıl veya ne şekilde etkilediği sorusunu cevaplamaya yarayan istatistiksel bir yöntemdir (Hayes, 2013: 86). Yani aracılık testleri, bağımlı ve bağımsız değişken arasında dolaylı ilişkiyi inceleyip tanımlar. Çoklu aracılık analizinin basit aracılık analizinden farkı, birden fazla aracı değişken olmasıdır. Çoklu aracılık analiz modeli Şekil 3.1'de gösterilmiştir.



Şekil 3.1: Çoklu aracı etki modeli

Kaynak: Hayes, F. Andrew (2009). "Beyond Baron and Kenny: Statistical Mediation Analysis in the New Millennium", Communication Monographs, 76(4), 408-420, 409.

Şekil 3.1A, bağımsız değişken olan X'in, bağımlı değişken olan Y üzerindeki toplam etkisini (c yolu) göstermektedir. Şekil 3.1B, X'in Y üzerindeki doğrudan etkisini (aracılar olmadan) c' yolu ile gösterir. $(a_1 * b_1)$ yolu X'in Y üzerindeki M_1 aracı değişken üzerinden dolaylı etkisini ($X \rightarrow M_1 \rightarrow Y$) ve $(a_2 * b_2)$ ise M_2 aracı değişken üzerinden dolaylı etkisini ($X \rightarrow M_2 \rightarrow Y$) gösterir. X'in Y üzerindeki toplam etkisi $c = c' + (a_1 * b_1) + (a_2 * b_2)$ şeklinde olur (Preacher ve Hayes, 2008: 881).

Çoklu aracılık analizinde, aracılık etkisinden bahsedebilmemiz için bazı durumların sağlanması gerekmektedir. Bunlar (Preacher ve Hayes, 2008: 880; Hayes, 2009: 410):

- X'in Y üzerinde anlamlı bir etkisinin olması gereklidir ($X \rightarrow Y$),
- X'in aracı değişkenler üzerinde anlamlı bir etkisinin olması gereklidir ($X \rightarrow M$),
- M'nin bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisinin olması gereklidir ($M \rightarrow Y$),
- Aracı değişken modele dâhil edildiğinde toplam etkinin azalmış olması gereklidir ($c > c'$).

3.3. Araştırma Modeli ve Veri Seti

Çalışmada 133 ülkenin 1990-2017 yılları arasına ait verileri kullanılarak, yabancı yatırımların (DYY ve YPY) ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme

üzerindeki olası etkileri incelenmiştir Veriler yıllık gözlemden beş yıllık ortalamalara dönüştürülmüştür. Yani tüm veriler beş yıllık aralıklarla (1990-1994, 1995-1999, 2000-2004, 2005-2009, 2010-2015 ve 2015-2017) örneklenmiştir (Levine ve Carkovic, 2002: 10). Yıllık verilerden beş yıllık verilere dönüştürmenin çeşitli avantajları vardır. İlk olarak, büyük veri setleri ile çalışırken yıllık gözlemlerde veri kayıpları fazla olacaktır ve beş yıllık dönüşüm bu veri kayıplarını azaltacaktır. Bir başka faydası ise, yıllar itibari ile çok dalgalanan değişkenlerin belirsizleşen etkilerini azaltacaktır. Ayrıca, beş yıllık gözlem konjektürel dalgalanmaların etkilerini de azaltmaktadır. Çalışmada beş yıllık dönüşümlere rağmen bazı gözlemlerde veri eksikliği olduğundan, dengesiz panel veri elde edilmiştir.

Çalışmada ülkeler World Bank'ın gelir sınıflandırmasına göre sınıflandırılmış, yüksek gelirli ülkeler, orta-yüksek gelirli ülkeler, orta-düşük gelirli ülkeler ve düşük gelirli ülkeler olarak dörde ayrılmıştır. World Bank bu sınıflandırmayı, kişi başına düşen milli gelirin kullanıldığı atlas metoduna göre yapmaktadır. World Bank 2017 yılında, 12.235\$ üstü kişi başı milli gelire sahip ülkelere yüksek gelirli ülkeler, 3.956\$ ile 12.235\$ arası kişi başı milli gelire sahip ülkelere orta-yüksek gelirli ülkeler ve 1.006\$ ile 3.955\$ arası kişi başı milli gelire sahip ülkelere orta-düşük gelirli ülkeler, 1.006\$'dan düşük kişi başı milli gelire sahip ülkelere ise düşük gelirli ülkeler olarak sınıflandırmaktadır (World Bank, 2017). Araştırmada kullanılan 133 ülke Tablo 3.1'de gösterilmektedir.

Tablo 3.1: Gelir seviyelerine göre ülke grupları

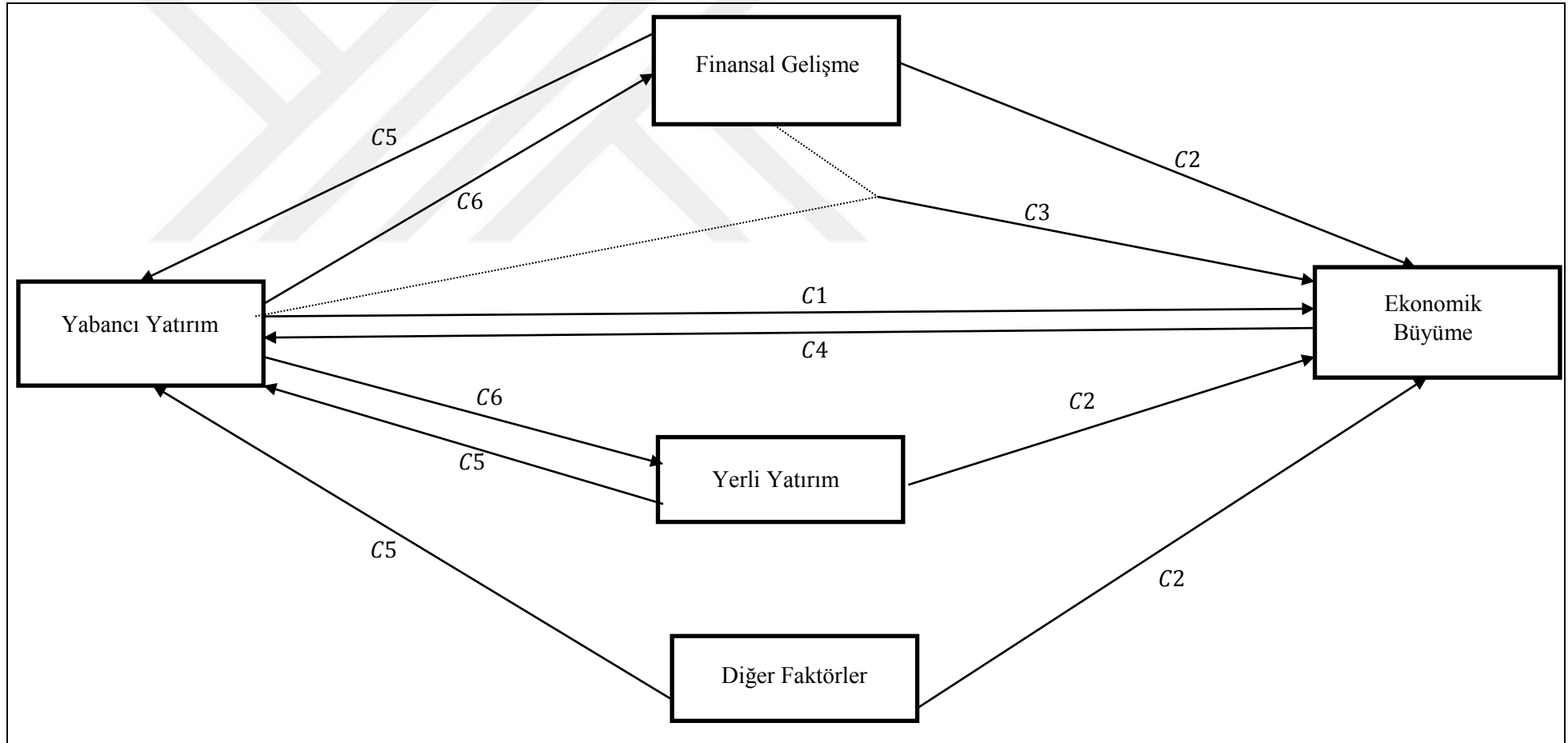
Yüksek Gelirli Ülkeler	Almanya, Amerika, Avusturalya, Avusturya, Bahama, Bahreyn, Barbados, Belçika, Birleşik Arap Emirlikleri, Brunei, Estonya, Finlandiya, Fransa, Hırvatistan, Hollanda, Hong Kong, İngiltere, İrlanda, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, Kore, Kuveyt, Letonya, Litvanya, Lüksemburg, Macaristan, Macau, Malta, Norveç, Panama, Polonya, Portekiz, Seyşeller, Singapur, Slovakya, Slovenya, Suudi Arabistan, Şili, Umman, Uruguay, Yeni Zelanda, Yunanistan.
Orta-Yüksek Gelirli Ülkeler	Azerbaycan, Belize, Beyaz Rusya, Botswana, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Ekvator Ginesi, Fiji, Guatemala, Guyana, Güney Afrika, İran, Jamaika, Kazakistan, Kolombiya, Kosta Rika, Kuzey Makedonya, Lübnan, Meksika, Paraguay, Peru, Romanya, Rusya, Saint Lucia, Saint Vincent ve Grenadinler, Sırbistan, Surinam, Tayland, Tonga, Türkiye, Ürdün, Venezuela.
Orta-Düşük Gelirli Ülkeler	Bangladeş, Bolivya, Butan, Cape Verde, El Salvador, Endonezya, Fas, Fildişi Sahili, Filipinler, Filistin, Gana, Gürcistan, Hindistan, Honduras, Kamboçya, Kamerun, Kenya, Kırgızistan, Laos, Lesotho, Mısır, Moğolistan, Moldova, Myanmar, Nikaragua, Pakistan, Solomon Adası, Sri Lanka, Ukrayna, Vanuatu.

Düşük Gelirli Ülkeler	Benin, Burkina Faso, Burundi, Çad, Gine, Gine-Bissau, Komorlar, Malavi, Mali, Mozambik, Nepal, Nijer, Orta Afrika Cumhuriyeti, Ruanda, Senegal, Sierra Leone, Tacikistan, Tanzanya, Togo, Uganda, Zimbabve.
-----------------------	---

Kaynak: World Bank (2017). New Country Classifications by Income Level: 2017-2018. <https://blogs.worldbank.org/opendata/new-country-classifications-income-level-2017-2018>. Erişim Tarihi: 26 Ağustos 2019.

Şekil 3.2, yabancı sermaye, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinde oluşturulacak modellerin ve bu modellerde kullanılması gereken değişkenlerin şematize edilmiş hali gösterilmektedir.





Şekil 3.2: Yabancı yatırım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi

Kaynak: Iamsiraroj, Sasi (2016). "The Foreign Direct Investment- Economic Growth Nexus", International Review of Economics and Finance, 42, 116-133,119.

Şekil 3.2’de ekonomik büyümeyi etkileyen direkt kanallar C1, C2 ve C3 iken, yabancı sermayeyi etkileyen kanallar C4 ve C5 tir. C6 kanalı ise, yabancı sermayenin diğer kanallar aracılığıyla büyüme üzerindeki dolaylı etkisini göstermektedir. C1, yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olabileceğini göstermektedir. C2 ise, ekonomik büyümenin diğer belirleyicileridir. C3 ise yabancı yatırım ile finansal gelişme etkileşimini göstermektedir. C4 ve C5, ekonomik büyüme, finansal gelişme, yerli sermaye, insan sermayesi, altyapı kalitesi, gibi içsel kaynakların yabancı yatırım üzerindeki etkilerini temsil etmektedir; bunlar, yabancı sermayenin belirleyicileri olarak düşünülebilir. Bu faktörler, yabancı sermayeyi etkileyip, daha sonra ekonomik büyümeyi etkileyeceğinden potansiyel etkiler olarak adlandırılmıştır. C6 ise, yabancı yatırımın finansal gelişme ve yerli yatırım aracılığı ile ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisini göstermektedir (Iamsiraroj ve Ulubaşoğlu, 2015: 202; Iamsiraroj, 2016: 118-119).

Çalışmamız yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki direkt etkilerinin, potansiyel etkilerinin ve dolaylı etkilerinin araştırılacağı üç temel model üzerine kurulmuştur. İlk olarak yabancı sermaye ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran Alfaro v.dğr. (2004: 89-112), Carkovic ve Levine (2002: 195-220) ve Durham’ın (2004: 285:306) çalışmaları dikkate alınarak ve Cecchetti ve Kharroubi (2012: 1-22), Arcand v.dğr. (2015: 105-148) ve Sahay v.dğr.’nin (2015: 1-41) çalışmaları doğrultusunda finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrusal olmayan etkilerinin de eklendiği, C1+C2+C3 kanallarından oluşturulan Model-1;

$$\begin{aligned} \text{Büyüme}_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1(\text{Büyüme}_{i,t-1}) + \beta_2(\text{Yabancı Yatırım}_{i,t}) + \\ & \beta_3(\text{Finansal Gelişme}_{i,t}) + \beta_4((\text{Finansal Gelişme})^2)_{i,t} + \\ & \beta_5(\text{Yabancı Yatırım} \times \text{Finansal Gelişme}_{i,t}) + \lambda(\text{Kontrol Değişkenleri}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3.14)$$

denklem (3.14) şeklindedir. Bu model yabancı yatırım ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki direkt etkilerini ve yabancı yatırımın finansal piyasalar aracılığı ile ekonomik büyüme üzerindeki rolünü incelemektedir. Aynı zamanda model, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrusal olmayan etkisini de barındırır. Yabancı yatırım ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi daha net görebilmek için her iki bağımsız değişken de regresyona dâhil edilmiştir (Alfaro v.dğr., 2004: 89-112). Modelde β_2 katsayısı yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkisini gösterirken, β_5 katsayısı finansal gelişme ile etkileşime girerek finansal piyasalar yoluyla ekonomik büyüme üzerindeki etkisini göstermektedir.

Modelde kullanılan değişkenlerin tanımlanması ve bu değişkenlerin teorik beklentileri aşağıda açıklanmaktadır.

Ekonomik Büyüme: Modelde bağımlı değişken olan ekonomik büyüme, kişi başına düşen GSYİH tutarındaki yıllık % artışı olarak ölçülmektedir. Veri World Bank 2018'den elde edilmiştir.

Yabancı Yatırım: Modelde bağımsız değişken olarak bulunan yabancı yatırım, doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımlardan oluşmaktadır. Analizde ayrı ayrı modellenerek sunulacaktır. Doğrudan yabancı yatırım girişleri, farklı ekonomide faaliyet gösteren bir işletmede, yönetime katılabilmek için yapılmış yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırım, öz sermaye, dağıtılmayan kârlar ve diğer uzun vadeli sermaye yatırımlarının toplamından oluşur. Doğrudan yabancı yatırım, World Bank 2018'den elde edilerek GSYİH'ın yüzdesi olarak ölçülmektedir. Diğer yabancı sermaye değişkeni yabancı portföy yatırımlardır. Yabancı portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırım olarak kaydedilen hisse senetleri hariç olmak üzere depo sertifikaları, bono, tahvil ve yerel hisse senedi piyasalarındaki hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından doğrudan satın alınmasını içeren net girişlerdir. Veri, World Bank 2018'den GSYİH'ın yüzdesi olarak ölçülmektedir.

Literatür bölümünde bahsedildiği üzere yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde genel olarak pozitif etkisi vardır (Bende-Nabende ve Ford, 1998: 1315-1330; Bashir, 1999: 1-7; Soto, 2000: 1-31; Reisen ve Soto, 2001: 1-14; Zhang, 2001a: 679-693; Campos ve Kinoshita, 2002: 398-419; McLean ve Shrestha, 2002: 1-27; Marwah ve Tavakoli, 2004: 399-41; Merlevede ve Schoors, 2004: 1-22; Mody ve Murshid, 2005: 249-266; Baharumshah ve Thanoon, 2006: 70-83; Moolman v.dğr., 2006: 1-30; Yao, 2006: 339-351; Zhang, 2006: 1-18; Alfaro ve Charlton, 2007: 1-43; Apergis v.dğr., 2008: 37-51; Choong v.dğr., 2010: 107-117; Umoh v.dğr., 2012: 53-66; Aizenman v.dğr., 2013: 371-396; Omri ve Kahouli 2014: 913-922; Albulescu, 2015: 507-512; Zekarias, 2015: 145-160; Iamsiraroj, 2016: 116-133). Eğer ülkede yeterli insan sermayesi yoksa, yeterli derecede finansal gelişmişlik yoksa, ticari açıklık seviyesi düşük ise veya yabancı yatırımdaki oynaklık fazla ise, yabancı yatırım ekonomik büyüme üzerinde belirsiz veya negatif etki yapması beklenir (Borensztein v.dğr., 1998: 115-135; Berthelemy ve Démurger, 2000: 140-155; Carkovic ve Levine, 2002: 195-220; Bengoa ve Sanchez-Robles, 2003: 529-544; Hermes ve Lensink, 2003: 142-163; Omran ve Bolbol, 2003: 231-249; Alfaro v.dğr., 2004: 89-112; Durham, 2004: 285-306; Makki ve Somwaru, 2004: 795-801; Khan, 2007: 1-55; Batten ve Vo, 2009:

1621-1641; Wang ve Wong, 2009: 103-115; Azman-Saini v.dğr., 2010: 211-213; Choong v.dğr., 2010: 107-117; Zadeh ve Madani, 2012: 228-230; Iamsiraroj ve Ulubaşoğlu, 2015: 200-2013; Baharumshah v.dğr., 2017: 768-789).

Finansal Gelişme: Bir diğer bağımsız değişken olan finansal gelişme, finansal derinliğin bir ölçütü olarak mevduat bankalarının özel sektöre aktardığı kredilerin GSYİH'a oranı olarak tanımlanmıştır. Yurt içi mevduat bankaları, ticari bankalar ve diğer mevduat kabul eden finansal kurumların aktardığı kredilerden oluşmaktadır. Veri, World Bank “financial development and structure database” 2018'den mevduat bankalarının özel sektöre aktardığı kredilerin GSYİH'daki payı olarak ölçülmüştür.

Literatür bölümünde bahsedildiği üzere finansal gelişme ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşan birçok çalışma vardır (King ve Levine, 1993: 513-542; Levine, 1997: 688-726; Levine ve Zervos, 1998: 537-538; Beck v.dğr. 2000: 261-300; Ansari, 2002: 72-93; Rioja ve Valev, 2004: 429-447; Levine, 2005: 865-934; Abu-Bader ve Abu-Qarn, 2008: 887-898; Klein ve Olivei, 2008: 861-875; Yang ve Yi, 2008: 827-840 ve Jalil ve Feridun, 2011: 71-80). Yani “daha fazla finans, daha fazla büyüme” (more finans, more growth) teorisi ile tutarlı sonuçlar elde edilmiştir. Ancak son yıllarda yapılan çalışmalar, finansal gelişmişliğin bir seviyeye kadar ekonomik büyümeyi artırdığını daha sonra negatif etki yaptığı sonucuna ulaşmışlardır (Deidda ve Fattouh, 2002: 339-345; Shen ve Lee, 2006: 1907-1944; Huang ve Lin, 2009: 439-466; Rousseau ve Wachtel, 2011: 1-23; Cecchetti ve Kharroubi, 2012: 1-22; Law ve Singh, 2014: 36-44; Arcand v.dğr., 2015: 105-148 ve Sahay v.dğr., 2015: 1-41).

Finansal Gelişmenin Karesi: Diğer bir değişken finansal gelişmişlik göstergesinin karesidir. Bu değişken ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki doğrusal olmayan ilişkiyi incelemek için kullanılmaktadır. Ayrıca Arcand v.dğr. (2015: 108), finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki doğrusal olmayan ilişkiye izin vermeyen modellerin, yanlış olduğunu savunmaktadır. Modelde kullanılan finansal gelişmenin karesi şu şekilde yorumlanacaktır;

- β_3 ve β_4 'ün büyüme denkleminde farklı işaretleri varsa, yani β_3 pozitif (negatif) olduğunda β_4 negatif (pozitif) ise, büyüme ile aralarında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığı saptanmış olur. Ayrıca finansal gelişmişliğin karesini eklemek bize daha fazla finansal gelişmişlik sonucu hakkında bilgi sağlayacaktır. Ayrıca β_3 pozitif ve β_4 negatif olduğu durumda iç bükey, β_3 negatif ve β_4 pozitif olduğunda ise dış bükey ilişki söz konusudur (Arcand v.dğr., 2015: 112; Dutta ve Roy, 2011: 308).

Yabancı Yatırım x Finansal Gelişme: Bu değişken, yabancı yatırımın finansal piyasalar aracılığı ile ekonomik büyüme üzerindeki rolünü incelemektedir. Yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi sıfır veya negatif olabilirken, yabancı sermayenin finansal gelişme, insan sermayesi ve ticari açıklık gibi bazı emici faktörler (absorptive capacity) ile etkileşime girmesi büyümeyi pozitif etkileyebilir. Bu amaçla finansal gelişmenin yabancı sermaye akışlarıyla ilgili pozitif dışsallıkları geliştirmedeki önemini test etmek için yabancı yatırım ile finansal gelişme etkileşimi modele bağımsız değişken olarak eklenmiştir (Alfaro v.dğr., 2004: 99).

Modelde diğer bağımsız değişkenler kontrol değişkenleri altında incelenmektedir. Ekonomik büyümenin belirleyicilerini inceleyen Barro, ekonomik büyümeyi etkileyen değişkenleri iki gruba ayırmıştır. İlk olarak fiziki sermaye stoku ve insan sermaye stokudur. İkinci olarak, ülkeye ait faktörler ve hükümet politikalarının sonucu oluşan faktörlerdir (kontrol değişkenleri). Bunlar kamu harcamaları, yurt içi yatırımlar, ticari açıklık, doğurganlık oranı (nüfus) ve makroekonomik istikrardır (enflasyon) (Barro, 2003: 231-235). Bu bağlamda çalışmada kullanılan ekonomik büyümeyi etkileyen kontrol değişkenleri; insan sermayesi, nüfus, ticari açıklık, enflasyon, kamu harcamaları ve sabit sermaye yatırımlarından oluşmaktadır.

İnsan Sermayesi: Barro (1996: 1-79), Sala-i-Martin (1995: 1-22) ve Mankiw v.dğr.'nin (1992: 1-45) ekonomik büyüme üzerine yaptıkları çalışmalarda, insan sermayesinin önemini vurgulamaktadırlar. İnsan sermayesinin ekonomik büyüme üzerinde uzun dönemde pozitif etkisi vardır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım yapacak olan şirketler için ülkedeki insan sermayesi seviyesi çok önemlidir. Doğrudan yabancı yatırım ile gelen teknoloji, bilgi ve yönetsel beceri gibi yeteneklerin, ülkedeki insan sermayesi ile benimsenerek tüm ülkeye yayılması, insan sermayesinin ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisidir. Barro (1996:1-79), Borensztein v.dğr. (1998: 115-135), Beck v.dğr.(2000: 261-300), Beck ve Levine (2002: 1-33), Alfaro v.dğr. (2004: 89-112), Durham (2004: 285-306) ve Li ve Liu (2005: 393-407) yaptıkları çalışmalarda, insan sermayesinin ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Veri, World Bank 2018'den orta öğretime net kayıt oranı olarak ölçülmüş ve orta öğretime kayıtlı olan okul çağındaki çocukların, tüm okul çağındaki çocuklara bölünmesi ile elde edilmiştir.

Nüfus: Nüfus değişkeni ekonomik büyümenin önemli belirleyicisidir. Barro (1996: 1-79), Alfaro v.dğr. (2004: 89-112), Durham (2004: 285-306) ve Li ve Liu (2005: 393-407)'nin yaptıkları çalışmalarda nüfus artışının ekonomik büyüme üzerinde

negatif etki yaptığı görülmektedir. Veri, World Bank 2018'den nüfustaki yıllık değişim (%) olarak ölçülmüştür.

Sabit Sermaye Yatırımları: Sabit sermaye yatırımları yerli yatırımın bir ölçütü olarak modele dâhil edilmiştir. Sabit sermaye yatırımı, ekonominin sabit varlıklarına yapılan eklemeler olarak tanımlanmaktadır. Levine ve Renelt (1992: 942-963), Dixon ve Boswell (1996: 543-592), Barro (1999: 1-79), Alfaro v.dğr. (2009: 111-135) ve Iamsiraroj'ın (2016: 116-133) çalışmaları gibi birçok çalışmada, sabit sermaye yatırımları hem ekonomik büyümenin güçlü bir belirleyicisidir hem de ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Sabit sermaye yatırımları, tesis, makine ve ekipman alımlarını; arsa iyileştirmelerini; ve okullar, ofisler, hastaneler, özel konutlar ve ticari-endüstriyel bina yapımını, demiryollarının ve benzerlerinin inşasını kapsamaktadır. Veri, World Bank 2018'den GSYİH'ın yüzdesi olarak ölçülmektedir.

Kamu Harcamaları: Kamu harcamalarındaki artış, çarpık vergilendirme miktarını ve özel sektör yatırımlarının yoğunlaşmasını teşvik ederek ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilir (Akinlo, 2004: 635-636). Strauss (1998: 1) yaptığı çalışmada, kamu harcamalarındaki artışın, artan bütçe açıkları ve borçlanma nedeniyle ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Barro'ya (1991: 430) göre, kamu harcamalarının verimlilik artışı üzerinde doğrudan bir etkisi bulunmamakta, vergilendirme ya da kamu harcama programlarının olumsuz etkileri ile tasarrufları ve ekonomik büyümeyi düşürmektedir. Barro (1990: 103-125), King ve Rebelo (1990: 126-150), Borensztein v.dğr. (1998: 115-135), Beck v.dğr. (2000: 261-300), Beck ve Levine (2002: 1-33), Carkovic ve Levine (2002: 195-220) ve Levine ve Carkovic'in (2002: 1-43) çalışmaları gibi birçok çalışmada kamu harcamalarının, ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin negatif olduğunu saptanmıştır. Ancak Bleaney v.dğr. (2001: 53-54), üretken kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi artırdığı, üretken olmayanların ise artırmadığını ortaya koymuştur. Kamu harcaması, mal ve hizmet alımları için tüm mevcut cari harcamaları (çalışanların ücretlendirilmesi dâhil) içerir. Ayrıca, ulusal savunma ve güvenlik harcamalarının çoğunu içerirken, devlet sermayesi oluşumunun bir parçası olan askeri harcamaları içermez. Veri, World Bank 2018'den GSYİH'ın yüzdesi olarak ölçülmektedir.

Ticari Açıklık: Ticari açıklık, genellikle ekonomik büyümenin önemli bir belirleyicisi olarak kullanılır (Frankel ve Romer, 1999: 391). Uluslararası ticarete açık ekonomilerin, uluslararası büyük piyasaların olumlu avantajlarından yararlanarak ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemesi beklenir. Daha yüksek bir ticari açıklık,

genellikle daha büyük pazar ve yerel firmalar tarafından üretilen mal ve hizmetler için daha fazla ihracat ile ilişkilendirilir (Edwards, 1993:1388-1390). Alfaro v.dğr. (2004:89-112), Beck v.dğr. (2000:261-300), Carkovic ve Levine (2002:195-220) ve Iamsiraroj (2016:116-133) yaptıkları çalışmalarda, ticari açıklığın ekonomik büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Veri, World Bank (2018)'den toplam mal ve hizmet ihracatı artı toplam mal ve hizmet ithalatının GSYİH'a payı olarak ölçülmektedir.

Enflasyon Oranı: Enflasyon oranı makroekonomik istikrarın bir göstergesidir. Teorik olarak, artan enflasyon, ekonomik bozulmaların daha da artmasına ve aynı zamanda girdi maliyetlerinin artmasına neden olacağından ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yaratır (De Mello, 1997: 6; Calvo v.dğr., 1996: 127). Borensztein v.dğr. (1998: 115-135), Beck v.dğr. (2000: 261-300), Carkovic ve Levine (2002: 195-220), Alfaro v.dğr. (2004: 89-112), (Feeny v.dğr., 2014: 334) ve Iamsiraroj ve Ulubasoğlu (2015: 200-213) yaptıkları çalışmalarda, enflasyon oranının ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yarattığını saptamışlardır. Veri, World Bank 2018'den ve GSYİH deflatöründeki yıllık değişim olarak ölçülmüştür.

Model-1'de kullanılan tüm değişkenlerin, tanımlanması, kaynağı ve beklenen etkisini toplu olarak Tablo 3.2'de gösterilmiştir.

Tablo 3.2: Model-1'de kullanılan değişkenler ve teorik olarak beklenen etkileri

Değişken	Tanımlanması	Kaynağı	Teorik Olarak Beklenen Etki
			Model-1
Ekonomik Büyüme	Kişi başına düşen GSYİH'daki yıllık değişim (%)	World Bank, World Development Indicators (WDI)	
Doğrudan Yabancı Yatırım	Net doğrudan yabancı sermaye yatırımları/GSYİH (%)	World Bank WDI	+
Yabancı Portföy Yatırımları	Net yabancı portföy yatırımları /GSYİH (%)	World Bank WDI'den alınan veriler ile yazar tarafından hesaplandı	+
Ticari Açıklık	(İthalat + ihracat)/GDP (%)	World Bank WDI	+
Enflasyon	GSYİH deflatöründeki yıllık değişim (%)	World Bank WDI	-
İnsan Sermayesi	Orta öğretime net kayıt oranı (%)	World Bank WDI	+
Nüfus	Nüfustaki yıllık değişim (%)	World Bank WDI	-
Kamu Harcamaları	Kamu harcamaları /GSYİH (%)	World Bank WDI	-
Sabit Sermaye Yatırımları	Sabit sermaye yatırımları/GSYİH (%)	World Bank WDI	+
Finansal Gelişme	log (Mevduat bankalarının özel sektöre aktardığı krediler/GSYİH (%))	World Bank, Financial Development and Structure Database	+

(Finansal Gelişme) ²		Yazar tarafından hesaplandı	-
(Yabancı Yatırım x Finansal Gelişme)		Yazar tarafından hesaplandı	+

Kaynak: Yazar tarafından oluşturuldu.

Iamsiraroj'ın (2016:116-133) yaptığı çalışma çerçevesinde oluşturulan Model-2;

$$Yabancı Yatırım_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1(Yabancı Yatırım_{i,t-1}) + \beta_2(Ekonomik Büyüme_{i,t}) + \beta_3(Finansal Gelişme_{i,t}) + \lambda(Kontrol Değişkenleri_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3.15)$$

denklem (3.15)'deki gibidir. Bu modeldeki amacımız, ekonomik büyümenin ve diğer açıklayıcı değişkenlerin yabancı yatırım üzerindeki etkilerini görmektir. Bu faktörler, yabancı sermayeyi etkileyip, daha sonra ekonomik büyümeyi etkileyeceğinden potansiyel etkiler olarak adlandırılmıştır.

Model-2'de kullanılan değişkenler ve bu değişkenlerin teorik beklentileri aşağıda açıklanmaktadır.

Yabancı yatırım: Model-2'de bağımlı değişken olarak bulunan yabancı yatırım, doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımlardan oluşmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım net girişleri, farklı bir ekonomide faaliyet gösteren bir işletmede, yönetime katılabilmek için yapılmış yatırımlardır. Doğrudan yabancı yatırım, öz sermaye, dağıtılmayan kârlar ve diğer uzun vadeli sermaye yatırımlarının toplamından oluşur. Doğrudan yabancı yatırım, World Bank 2018'den elde edilerek GSYİH'nin yüzdesi olarak ölçülmektedir. Diğer yabancı sermaye değişkeni yabancı portföy yatırımlarıdır. Yabancı portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırım olarak kaydedilen hisse senetleri hariç olmak üzere depo sertifikaları, bono, tahvil ve yerel hisse senedi piyasalarındaki hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından doğrudan satın alınmasını içeren net girişlerdir. Veri, World Bank 2018'den GSYİH'nin yüzdesi olarak ölçülmektedir.

Ekonomik Büyüme: Ekonomik büyüme, ülkeye yabancı sermaye çekmede önemli bir belirleyicidir. Büyüyen bir ekonomi çokuluslu şirketlere cazip gelebilir, çünkü daha yüksek talep ve ölçek ekonomisinden faydalanabilmeleri için daha fazla fırsat sunmaktadır. Root ve Ahmed (1979: 751-76), Love ve Hidalgo (2000: 1259-126), Shan (2002: 885-893), Trevino v.dğr. (2002: 367- 392), Lall v.dğr. (2003: 1485-1496), Janicki ve Wunnava (2004: 505-509), Nonnemberg ve Mendonça (2004: 1-44), Onyeiwu ve Shrestha (2004: 89-106), Tuman ve Emmert (2004: 9-28), Haile ve Assefa

(2006: 1-27), Gani (2007: 753-756), Ang (2008: 185-189), Xosé ve Palas (2008: 2443-2450), Yol ve Teng (2009: 3-22), Al Nasser (2010: 111-139), Azam ve Lukman (2010: 31-44), Khan ve Nawaz (2010: 99-104), Khrawish ve Siam (2010: 67-75), Mohamed ve Sidiropoulos (2010: 75-95), Shahrudin v.dğr.(2010: 235-245), Vijayakumar v.dğr.(2010: 1-13), Anyanwu (2011: 1-32), Sichei ve Kinyondo (2012: 85-97) ve Alavinasab (2013: 258-269) yaptıkları çalışmalarda, ülkede artan ekonomik büyümenin doğrudan yabancı yatırım girişlerini artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Benzer doğrultuda Lo Duca (2012: 1-23), Ahmad v.dğr. (2015: 66-77) ve Waqas v.dğr.'nin (2015: 65-74) yaptıkları çalışmalarda, ekonomik büyüme, ülkeye giren yabancı portföy yatırımlarının önemli bir belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Finansal Gelişme: Yabancı yatırım yapacak şirketler için ülkedeki finansal gelişme seviyesi çok önemlidir. Finansal olarak gelişmemiş ülkeler daha az yabancı yatırım çekeceklerdir. Ang (2008: 185-189), De Santis ve Lührmann (2009: 880-901), Egly v.dğr. (2010: 25-41), Forbes (2010: 3-21), Shahrudin v.dğr. (2010: 235-245), Chukwuemeka, v.dğr. (2012: 194-205) ve Yang v.dğr. (2013: 1258-1265) yaptıkları çalışmalarda, ülkede artan finansal gelişme, yabancı yatırım girişlerini artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Modeldeki kontrol değişkenleri; ticari açıklık, döviz kuru, reel faiz oranı, sabit sermaye yatırımları ve altyapı kalitesinden oluşmaktadır.

Ticari Açıklık: Birçok araştırmaya göre ticari açıklık seviyesi yabancı yatırımı ülkeye çeken önemli bir faktördür (Janicki ve Wunnava, 2004: 505-509; Nonnemberg ve Mendonça, 2004: 1-20; Onyeiwu ve Shrestha, 2004: 89-106; Tuman ve Emmert, 2004: 9-28; Gani, 2007: 753-756; Ang, 2008: 185-189; Azam ve Lukman, 2010: 31-44; Forbes, 2010: 3-21; Anyanwu, 2011: 1-32; Chukwuemeka, v.dğr., 2012: 194-205; Mohammadvandnahidi v.dğr., 2012: 560-579; İbrahim ve Hassan, 2013: 1-15; Yang v.dğr., 2013: 1258-1265; Kariuki, 2015: 346-351). Özellikle doğrudan yabancı yatırım yapacak şirketler, yabancı pazarlara kolaylıkla ulaşmak isteyeceklerinden dış ticareti engelleyen veya azaltan uygulamalar ülkeye gelecek olan yabancı yatırımın (DYY ve YPY) önünde önemli bir engeldir.

Döviz Kuru: Döviz kurunun doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi farklı şekillerde olabilir. Çok uluslu şirketler birden fazla ülkeye yatırım yaptıklarından farklı para birimleri ile çalışmak zorunda kalabilirler. Doğaldır ki döviz kurundaki dalgalanmalar ve belirsizlikler yabancı şirketlerin kazançlarını doğrudan etkilediği için çok önemlidir. Döviz kuru, makroekonomik istikrarın ve politik uygulamaların önemli

bir göstergesi olduğundan doğrudan yabancı yatırım yapacak şirketler için önemli bir belirleyicidir. Ülkedeki döviz kuru değişimleri, makroekonomik istikrarsızlık ve kötü politik uygulamalardan kaynaklandığı için yabancı yatırımcı ülkeye yatırım yapmak istemeyebilirler. Diğer yandan ülkede döviz kurunun yüksek olması, ucuz yatırım fırsatı doğuracağından ülkeye daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekmesine neden olabilir. Ayrıca Caves (1988), döviz kurunun doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisini yatırımın amacına göre değiştiğini vurgulamaktadır. Yatırımcının amacı yerel piyasada hizmet vermekten ziyade ihracat yapmak ise, ev sahibi ülkede dolar kurunun değersizleşmesi şirketlerin, ihracat açısından yüksek rekabet gücü elde edeceklerinden ve yerel para cinsinden kârlılıkları artacağından doğrudan yabancı yatırım girişlerini teşvik edeceğini vurgulamaktadır. Ancak yatırımcının amacı yerel ülke pazarına hizmet vermek ise (ticari kotalardan, ticari engellerden kurtulmak için), ev sahibi ülkede dolar kurunun değersizleşmesi, yerli tüketicilerin daha düşük satın alma gücü nedeniyle doğrudan yabancı yatırım girişlerini teşvik etmeyeceğini vurgulamıştır (Moosa, 2002: 45-46). Bu nedenle literatürde ülkedeki döviz kurunun doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkileri konusunda farklılıklar vardır. Caves (1988) döviz kuru (hem nominal hem de reel) seviyesi ile doğrudan yabancı yatırım girişleri arasında negatif ilişki olduğunu tespit etmiştir. Benzer şekilde Froot ve Stein (1991), ABD’ye doğrudan yabancı yatırım girişlerinin reel dolar kuru ile negatif ilişki olduğu tespit etmişlerdir (Moosa, 2002: 45-46). Love ve Hidalgo (2000: 1259–126), Tuman ve Emmert (2004: 9-28); Hara ve Razafimahefa (2005: 21-34), Yol ve Teng (2009: 3-22), Khan ve Nawaz (2010: 99-104), Khrawish ve Siam (2010: 67-75), Vijayakumar v.dğr. (2010: 1-13), Aurangzeb ve Ul Haq (2012: 92-100), Mohammadvandnahidi v.dğr. (2012: 560-579), Lo, v.dğr. (2013: 36-50) ve İbrahim ve Hassan (2013: 1-15) yaptıkları çalışmalarda, döviz kurunun doğrudan yabancı yatırımın önemli belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Döviz kuru ile yabancı portföy yatırımları arasında önemli bir ilişki vardır. Ülkede döviz kuru artarsa daha fazla yabancı portföy yatırımı çekecektir. Döviz kuru değerlendirildiğinde ise, yabancı yatırımcılar görece olarak daha ucuz limanlar aramak isteyecektir. Verma ve Prakash (2011: 1-42), Ahmad v.dğr. (2015: 66-77) ve Haider v.dğr. (2016: 143-150) yaptıkları çalışmalarda, değerlendirilen döviz kurunun ülkeye giren portföy yatırımlarını negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Veri, World Bank 2018’den reel efektif döviz kuru olarak ölçülmüştür.

Altyapı Kalitesi: Birçok araştırmacı tarafından ev sahibi ülkede bulunan iyi altyapının mevcudiyeti, yabancı sermayeyi ülkeye çekmede önemli belirleyici olarak kabul edilmektedir. Gelişmiş altyapı, üretim sürecini ve üretilen malların dağıtımını kolaylaştırır. Ayrıca yatırımların verimliliğini artırır ve işletme maliyetlerini azaltır

(Wheeler ve Mody 1992:57-76; Asiedu ve Lien, 2004: 479-490; Vogiatzoglou, 2007: 245-266). Root ve Ahmed (1979: 751-767), Asiedu (2002: 107-119), Deichmanns v.dğr. (2003: 1767-1778), Haile ve Assefa (2006: 1-27), Yol ve Teng (2009: 3-22), Azam ve Lukman (2010: 31-44), Vijayakumar v.dğr.(2010:1-13), Mohammadvandnahidi v.dğr. (2012: 560-579), Alavinasab (2013: 258-269) ve Kariuki (2015: 346-351) yaptıkları çalışmalarda, ülkede artan altyapı kalitesinin yabancı yatırım girişlerini artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Veri, World Bank 2018'den yüz kişiye düşen telefon abonelikleri olarak ölçülmüştür.

İnsan Sermayesi: İnsan sermayesi, fiziki sermayenin ve emeğin üretkenliğini artırabilir. Özellikle çok uluslu şirketler yatırımı yapacağı ülkelerde insan sermayesinin belirli bir seviyede olmasını önemser (Root ve Ahmed, 1979: 751-767; Schneider ve Frey, 1985: 161-175; Tuman ve Emmert, 1999: 9-28; Deichmanns v.dğr., 2003: 1767-1778; Xosé ve Palas, 2008: 2443-2450; Lo, v.dğr., 2013: 36-50; Sakali, 2013: 73-97).

Sabit Sermaye Yatırımları: Sabit sermaye yatırımları yerli yatırımın bir ölçütü olarak modele dâhil edilmiştir. Yabancı sermaye ile yerli sermaye arasında literatürde farklı sonuçlar vardır. Clegg ve Scott-Green (1999: 597-616), Obwona (2001: 46-81), Krkoska (2001: 1-19), Naudé ve Krugell (2007: 1223-1233) ve Adams (2009: 939-949) yaptıkları çalışmalarda, sabit sermaye yatırımları ile yabancı sermaye arasında tamamlayıcılık etkisi olduğu sonucuna ulaşırken, Reinhart ve Talvi (1998: 55-75), Eregha (2012: 208-220), Wang (2010: 3711-3721), Agosin ve Machado (2005: 149-162) ve Iamsiraroj (2016:116-133) yaptıkları çalışmalarda, yabancı yatırım ile yerli yatırım arasında negatif ilişki olduğunu ve birbirlerini ikame ettiği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca Bosworth ve Collins (1999: 55-75) ve Elitza (2008) yaptıkları çalışmalarda yabancı sermaye ile yerli yatırım arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Veri, World Bank 2018'den GSYİH'ın yüzdesi olarak ölçülmektedir.

Faiz Oranı: Reel faiz oranı, ev sahibi ülkedeki ekonomik ve politik istikrarın önemli bir göstergesidir. Doğrudan yabancı yatırım uzun vadeli bir yatırım türü olduğundan gideceği ülkede ekonomik istikrar bekler. Ayrıca faiz oranı aynı zamanda üretim ve borçlanma maliyetini de yansıtır ve bu da ülkeye girecek olan doğrudan yabancı yatırımları etkileyebilir (Iamsiraroj: 2016: 122). Ülkedeki artan faiz oranı ülkeye girecek doğrudan yabancı yatırımı negatif etkileyecektir. Tsen (2005: 91-110) ve Iamsiraroj (2016:129) yaptıkları çalışmalarda artan faiz oranının doğrudan yabancı yatırımı negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranı yabancı portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere gitmesinde önemli bir faktördür

(Kar ve Tatlısöz 2008: 9). Artan faiz oranını daha fazla getiri anlamına geldiğinden ülkeye daha fazla yabancı portföy yatırımı çekecektir. Yatırımcı aynı risk düzeyinde en yüksek faiz oranını tercih eder. Aynı risk düzeyindeki finansal bir aracın, farklı ülkelerde farklı faiz oranlarına sahip olması ülkeler arası faiz arbitrajı yapma olanağı ortaya çıkarır. Bu durum sermayenin, faiz oranının düşük olduğu ülkeden yüksek olduğu ülkelere doğru akmasına sebep olur. Yurtiçi reel faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişki (arbitraj), yabancı portföy yatırımlarının gelişmiş ülkelere yönelmesini sağlayan önemli faktörlerden biridir. Ancak yabancı yatırımcı yatırımını bir başka ülkeye aktardığında olası kur değişimlerinden kaynaklanan bir risk söz konusudur. Yatırım yapılan yabancı para değer kaybederse yatırımcının geliri azalacak hatta zarar edebileceklerdir. Bu yüzden yatırımcılar kendilerini kur riskine karşı korumak için vadeli döviz piyasalarını kullanırlar. Yapılan vadeli işlem yatırımcının maruz kaldığı döviz kuru riskini giderildiği için bu işleme güvenceli faiz arbitrajı denilmektedir. Güvencesiz faiz arbitrajı ise, yurtiçi ve yurt dışı faiz oranları arasındaki farkın beklenen döviz kuru değişikliğine eşit olmasını ifade etmektedir (Keskin 2008: 39-40). Portes ve Rey (2005: 269-296), De Vita ve Kyaw (2008:161-168), Coeurdacier ve Guibaud (2011: 289-308), Aggarwal v.dğr.(2012: 525-538), Lee v.dğr. (2012: 44-56), Daly ve Xuan (2013: 34-42) ve Gwenhamo ve Fedderke (2013: 763-770) yaptıkları çalışmada, faiz oranı ülkeye giren yabancı portföy yatırımlarını pozitif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Veri, enflasyona göre ayarlanmış borç verme faiz oranı olarak tanımlanır ve World Bank 2018'den elde edilmiştir.

Model-2'de kullanılan tüm değişkenlerin, tanımlanması, kaynağı ve beklenen etkisini toplu olarak Tablo 3.3'de gösterilmiştir.

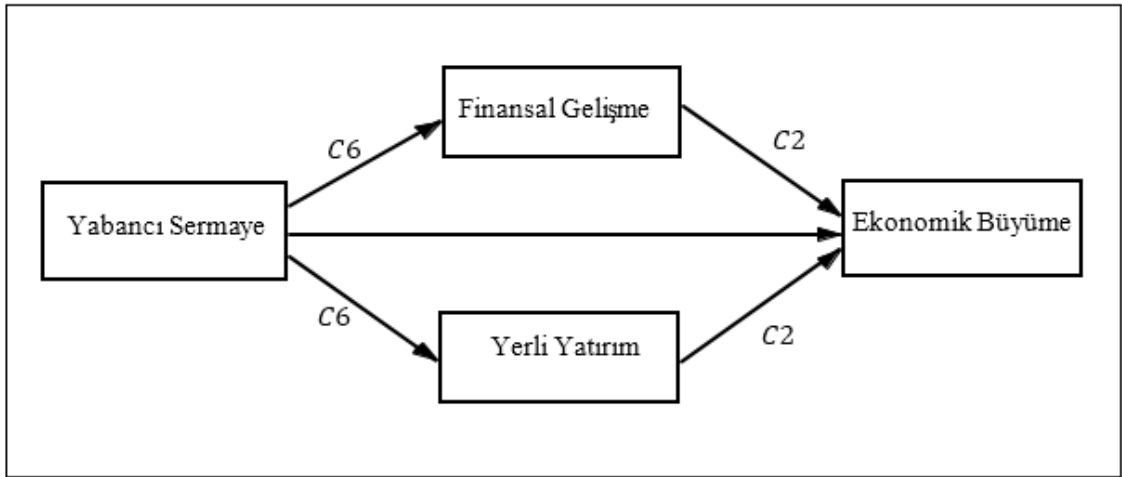
Tablo 3.3: Model-2'de kullanılan değişkenler ve teorik olarak beklenen etkileri

Değişken	Tanımlanması	Kaynağı	Teorik Olarak Beklenen Etki	
			Model-2	
			DYY	YPY
Doğrudan Yabancı Yatırım	Net doğrudan yabancı sermaye yatırımları/GSYİH (%)	World Bank, World Development Indicators (WDI)		
Yabancı Portföy Yatırımları	Net yabancı portföy yatırımları /GSYİH (%)	World Bank WDI'den alınan veriler ile yazar tarafından hesaplandı		
Ekonomik Büyüme	Kişi başına düşen GSYİH'daki yıllık değişim (%)	World Bank WDI	+	+
Ticari Açıklık	(İthalat + ihracat)/GSYİH (%)	World Bank WDI	+	+

Finansal Gelişme	log (Mevduat bankalarının özel sektöre aktardığı krediler/GSYİH (%))	World Bank, Financial Development and Structure Database.	+	+
Sabit Sermaye Yatırımları	Sabit sermaye yatırımları/GSYİH (%)	World Bank WDI	?	?
İnsan Sermayesi	Orta öğretime net kayıt oranı (%)	World Bank WDI	+	+
Altyapı Kalitesi	log (100 kişiye düşen telefon hattı abonelikleri)	World Bank WDI	+	+
Döviz Kuru	log (Reel efektif döviz kuru)	World Bank WDI	?	-
Faiz Oranı	Reel faiz oranı %	World Bank WDI	-	+

Kaynak: Yazar tarafından oluşturuldu.

Yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkilerinin araştırıldığı, C2+C6 kanallarından oluşan Model-3, Şekil 3.3'deki gibidir.



Şekil 3.3: Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi

Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi, çoklu aracılık analizi ile incelenecektir.

3.4. Araştırmanın Bulguları

Bu kısımda çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler, yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkilerini içeren Model-1, ülkelerin farklı gelir seviyelerine göre yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, farklı dönemlerde yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, yabancı yatırımların belirleyicilerinin araştırıldığı Model-2 ve yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkilerini içeren Model-3'e ait analiz sonuçları yer almaktadır.

3.4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Araştırmada kullanılan 133 ülkeye ait 6 dönemlik (1990-2017 yılları beş yıllık aralıklarla ölçülmüş şekilde) gözlemlenen verilere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.4’de gösterilmiştir.

Tablo 3.4: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Göz.	Ort.	Std.Hat.	Min.	Maks.
Ekonomik Büyüme	788	2.069	4.128	-37.002	50.806
Doğrudan Yabancı Yatırım	776	4.707	11.716	-8.984	269.072
Yabancı Portföy Yatırımları	643	3.118	30.64	-3.774	511.907
Finansal Gelişme	769	3.429	.905	1.016	5.332
Kamu Harcamaları	757	15.95	5.492	3.627	48.062
Sabit Sermaye Yatırımları	752	22.355	6.627	3.958	59.434
Ticari Açıklık	774	84.609	53.774	.218	425.158
Enflasyon	783	29.376	209.893	-7.231	4576.154
Nüfus	798	1.444	1.355	-3.674	12.576
İnsan Sermayesi	547	67.869	26.066	3.773	99.532
Döviz Kuru	435	4.579	.205	3.414	6.317
Altyapı Kalitesi	793	2.063	1.718	-3.986	4.295
Faiz Oranı	538	7.41	28.549	-87.447	614.745

Ekonomik büyüme -37,002 ile +50,806 arasında değer alırken, doğrudan yabancı yatırım -8,984 ile +269,072 arasında ve yabancı portföy yatırımları -3,774 ile +511,907 arasında değer almaktadır. Ekonomik büyümenin -37,002 minimum değeri Kamboçya’da 1990-1994 döneminde gözlenirken, +50,806 maksimum değeri Ekvator Ginesi’nde 1995-1999 döneminde gözlenmektedir. Doğrudan yabancı yatırımın -8,984 minimum değeri Surinam’da 1990-1994 döneminde gözlenirken, +269,072 maksimum değeri Malta’da 2005-2009 döneminde gözlenmektedir. Yabancı portföy yatırımlarının -3,774 minimum değeri Malta’da 2015-2017 döneminde gözlenirken, +269,072 maksimum değeri Luksemburg’da 2015-2017 döneminde gözlenmektedir. Enflasyon -7,231 ile +4576,154 arasında değer almaktadır. Enflasyonun -7,231 minimum değeri Brunei’de 2015-2017 döneminde gözlenirken, +4576,154 değeri Gürsitan’da 1990-1994 döneminde gözlenmektedir. Faiz -87,447 ile +614,745 arasında değer almaktadır. Faizin -87,447 minimum değeri Zimbabve’de 2005-2009 döneminde gözlenirken, +614,745 değeri Belarus’ta 1990-1994 döneminde gözlenmektedir. Nüfus değişiminin aldığı +12,576 değeri ise Bileşik Arap Emirliklerinde 2005-2009 döneminde gözlenmektedir. Ayrıca enflasyon +209,893 ile en yüksek standart sapmaya sahipken, döviz kuru +0,205 ile en düşük standart sapmaya sahiptir. Ticari açıklık +84,609 ile en yüksek ortalamaya sahipken, nüfus +1,444 ile en düşük ortalama sahiptir. Ayrıca döviz kuru 435 ile en az gözleme sahiptir.

3.4.2. Sistem-GMM Tahmin Bulguları

Çalışmada Model-1 ve Model-2 Stata-15 paket programı kullanılarak Sistem-GMM tahmincisi ile tahmin edilmiştir. Ayrıca Sistem-GMM için Roodman (2009a: 86-136) tarafından geliştirilen “xtabond2” komutu kullanılmıştır. Çalışmada dengesiz panel veri kullanıldığından gözlem kaybını artırmamak ve daha tutarlı sonuçlar elde etmek için model “orthogonal” seçeneği ile tahmin edilmiştir. Modelde çok fazla araç değişkeni kullanmak tutarsız sonuçlar üreteceğinden araç değişkeni sayısı grup sayısını geçmemesi gereklidir (Roodman 2009b: 135-158). Modeldeki araç değişkenlerinin sayısını sınırlayabilmek için tüm kodlarda “collapse” ve “lag limits” seçenekleri kullanılmıştır. Son olarak tüm modellerde daha fazla direnç kazanabilmek için “robust” ve “twostep” seçenekleri eklenerek tahminler yapılmıştır.

Kurulan tüm modellerde Wald istatistiği ($\chi^2(p)$), tüm modellerin anlamlı olduğunu göstermektedir. Sistem-GMM tahmincisinin geçerli olabilmesi için spesifikasyon test sonuçları değerlendirilmelidir. Tüm modellerde ikinci dereceden otokorelasyon AR(2) ve modelde kullanılan araç değişkenlerinin (Hansen Test) geçerli olması gereklidir. Tüm modellerde AR(2) testi olasılık değeri incelendiğinde “hata terimleri arasında ikinci mertebeden otokorelasyon yoktur” sıfır hipotezinin reddedilememesi ile ikinci mertebeden otokorelasyonun olmadığı ve Hansen testi olasılık değeri incelendiğinde aşırı tanımlama kısıtlamaları geçerlidir” hipotezinin reddedilememesi ile de modelde kullanılan araçların geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kurulan modeller yanlı sonuçlar üretmemesi için araç değişken sayısı da grup sayısından daha düşük olması gerekliliği de gerçekleşmiştir.

Yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkilerinin araştırıldığı Model-1 Sistem-GMM tahmin sonuçları Tablo 3.7’de yer almaktadır. Analizde doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ayrı ayrı modellenmiştir. Tablo 3.7’nin birinci sütununda doğrudan yabancı yatırımlarının, ikinci sütununda ise yabancı portföy yatırımlarının sonuçları gösterilmiştir.

Tablo 3.5: Model-1 analiz sonuçları

	(1) Doğrudan Yabancı Yatırım	(2) Yabancı Portföy Yatırımları
Ekonomik Büyüme		
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.869* (1.948)	
Yabancı Portföy Yatırımları		0.343* (1.723)
Ticari Açıklık	0.006** (2.342)	0.011*** (4.488)
Enflasyon	-0.026*** (-2.862)	-0.021*** (-4.021)
İnsan Sermayesi	0.006 (0.728)	0.008 (1.087)
Nüfus	-0.700*** (-6.872)	-0.744*** (-7.666)
Kamu Harcamaları	-0.131*** (-4.718)	-0.098*** (-4.207)
Sabit Sermaye Yatırımları	0.038 (1.029)	0.067** (2.571)
Finansal Gelişme	1.711* (1.815)	2.011** (2.211)
(Finansal Gelişme)^2	-0.323* (-1.920)	-0.503*** (-3.906)
Doğrudan Yabancı Yatırım x Finansal Gelişme	-0.188* (-1.944)	
Yabancı Portföy Yatırımları x Finansal Gelişme		-0.077* (-1.757)
Sabit	1.068 (0.565)	1.755 (1.114)
Gözlem Sayısı	451	385
Ülke Sayısı	128	116
Araç Değişkeni Sayısı	16	14
Chi2(p)	0.000	0.000
AR(2)p	0.216	0.562
Hansen(p)	0.970	0.216

* , ** , *** sembolleri sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir. T-istatistik değerleri parantezin içerisinde gösterilmiştir.

Tablo 3.7'nin birinci sütununda yer alan Sistem-GMM tahmin sonuçlarına bakıldığında, ticari açıklık, doğrudan yabancı yatırım, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları, finansal gelişme, finansal gelişmenin karesi ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ticari açıklık %5 düzeyinde, doğrudan yabancı yatırım ve finansal gelişme %5 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Enflasyon, nüfus ve kamu harcamaları %1 düzeyinde ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi ve finansal gelişmenin karesi ise %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Ayrıca insan sermayesi ve sabit sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasında herhangi anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Analiz sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi dışındaki tüm değişkenlerin katsayıları teorik beklentilerle uyumludur.

Tablo 3.7'nin ikinci sütununda yer alan sonuçlara bakıldığında, bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde insan sermayesi hariç diğer tüm değişkenler istatistiksel olarak anlamlıdır. Ticari açıklık %1 düzeyinde, sabit sermaye yatırımları ile finansal gelişme %5 düzeyinde, yabancı portföy yatırımları %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Enflasyon, nüfus, kamu harcamaları ve finansal gelişmenin karesi %1 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, yabancı portföy yatırımları ile finansal gelişme etkileşimi dışındaki tüm değişkenlerin katsayıları teorik beklentilerle uyumludur.

Tablo 3.7'nin sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi desteklemede yabancı sermaye yatırımlarının önemini vurgulayan çalışmalarla tutarlıdır. Ayrıca ekonomik büyümeyi yabancı sermaye yatırımlarına ek olarak ticari açıklık seviyesi, sabit sermaye yatırımları ve finansal gelişme pozitif etkilerken, enflasyon, nüfus ve kamu harcamaları negatif etkilidir. Bu sonuçlar teorik beklentilerle uyumludur.

İnsan sermayesi değişkeninin her iki modelde de katsayısı anlamsız çıkmıştır. Bu durum teorik beklentileri karşılamıyor olsa da benzer bulgulara ulaşan ampirik çalışmalar söz konusudur (Cashin, 1995: 257; Narvaez, 2004: 14; Iamsiraroj, 2016:118-119). İslam (1995: 1153) yaptığı çalışmada, insan sermayesinin ekonomik büyüme üzerinde anlamsız veya negatif etki yaptığı sonucuna ulaşmıştır. İslam'a göre bu etkinin nedeni, tahminlerde kullanılan okullaşma yılı ya da okullaşma oranı gibi göstergelerin, üretim fonksiyonu içinde yer alan gerçek insan sermayesini temsil etmemesidir.

Finansal gelişme değişkeni her iki modelde ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkiye sahipken, finansal gelişmenin karesi negatif etkiye sahiptir. Bu sonuçlar finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan “ters U” şeklinde bir ilişkiden kaynaklanmaktadır. Yani finansal gelişme belli bir seviyeye kadar büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir. Bu seviyeyi aştıktan sonra, finansal gelişmedeki genişlemenin büyüme üzerinde olumsuz etkisi vardır. Bu sonuçlar, Shen ve Lee (2006: 1907-1944), Rousseau ve Wachtel (2011: 1-23), Cecchetti ve Kharroubi (2012: 1-22), Law ve Singh (2014: 36-44) ve Arcand v.dğr. (2015: 105-148)'ni destekler niteliktedir. Ayrıca bu doğrusal olmayan ilişki Lind ve Mehlum (2010:109-118) tarafından geliştirilen “U-shaped relationship” test ile de incelenmiş ve sonuçlar Tablo 3.8'de gösterilmiştir.

Tablo 3.6: Lind ve Mehlum’un “U shaped test” sonuçları

Doğrudan Yabancı Yatırım (1)			Yabancı Portföy Yatırımları (2)	
	Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır
Aralık	1.016	5.331	1.016	5.331
Eğim	1.055	-1.729	0.988	-3.354
P>t	.0550*	.0503*	.0676*	1.33e-09***
P> t = .0550*			P> t = .0676*	

*, **, *** sembolleri sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Not: Test: H1: Ters U şeklinde ilişki vardır. H0: Monoton veya U şeklinde ilişki vardır. Doğrudan yabancı yatırım kırılma noktası: 2.6513 ve yabancı portföy yatırımları kırılma noktası: 1.998’dir.

Tablo 3.8’de doğrudan yabancı yatırımın bağımsız değişken olduğu modelde %10 anlamlılık düzeyinde, yabancı portföy yatırımlarının bağımsız değişken olduğu modelde de %1 anlamlılık düzeyinde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan “ters U” şeklinde ilişkinin varlığı saptanmıştır.

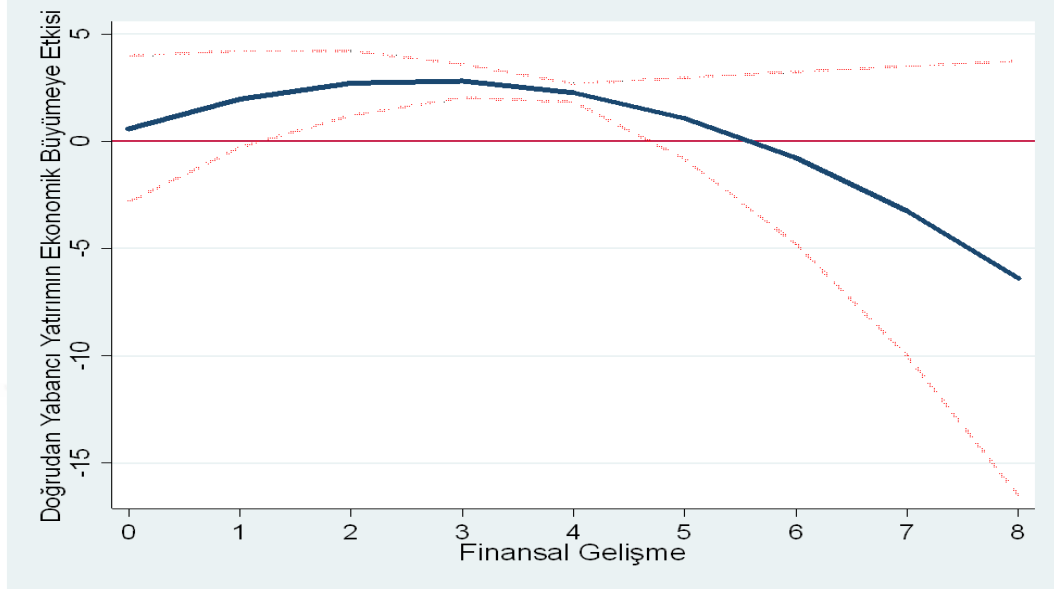
Artan finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisi birkaç sebepten dolayı olabilir. İlk olarak aşırı finansal gelişme veya çok hızlı bir kredi büyümesi, enflasyonist baskı getirebilir ve bankacılık sistemini zayıflatabilir. Böyle bir durumda zamanla kredi standartları kötüleşmekte, performans göstermeyen krediler çoğalmakta ve dolayısıyla bir bankacılık krizi ortaya çıkmaktadır. Bu durum büyümeyi engelleyen finansal krizlere neden olabilir (Rousseau ve Wachtel, 2007:1; Cecchetti ve Kharroubi, 2012: 15; Law ve Singh 2014: 40-41). İkinci olarak, artan kredilerin üretken olmayan kanallara aktarılmasından kaynaklanabilir. Hung (2009), finansal gelişme çerçevesinde üretken yatırım kredileri ekonomik büyümeyi teşvik ederken, üretken olmayan tüketim kredilerinin de büyümeyi engellediğine işaret etmektedir. Shay v.dğr. (2015: 17), yüksek düzeyde finansal gelişmenin sermaye birikimini engellemediğini, ancak yatırımda verimlilik kaybına yol açtığını göstermektedir. Beck v.dğr.’e (2012) göre, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki doğrusal olmayan ilişki, üretilen kredilerin hane halkı tüketimine yapılan yatırımları finanse etmek için kullanılmasına bağlıdır. Ayrıca finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisini artırmak için hane halkından ziyade işletmelere kredilerin aktarılması gerektiğini tespit etmişlerdir (Rousseau ve Wachtel, 2007: 8; Law ve Singh, 2014: 40-41; Arcand v.dğr., 2015: 141-142; Sahay v.dğr., 2015: 21). Üçüncü olarak, büyük bir finansal sektör, ekonominin üretken sektörlerinden finans sektörüne doğru bir beyin göçüne neden olabileceği önerisi ile ilgilidir. Kneer (2013), büyük bir finansal sistemin, teknolojik nedenlerden dolayı vasıflı işçilere ihtiyaç duyan sektörlerle zarar verdiğini, bu durum da ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yapabileceğini vurgulamaktadır (Arcand

v.dğr. 2015: 141-142; Sahay v.dğr. 2015: 15). Cecchetti ve Kharroubi (2012: 1), finansal sektör, ekonominin geri kalanıyla kaynaklar için rekabet etmektedir. Bu kaynaklar sadece fiziksel sermayeyi değil, aynı zamanda vasıflı insan sermayesi için de geçerlidir. Son olarak, Rousseau ve Wachtel'e (2007: 1) göre, ülkelerin yeterli hukuki altyapıya veya düzenleyici altyapıya sahip olmamasından dolayı, finansal gelişme ekonomik büyüme üzerinde doğrusal olmayan etki yapabilir.

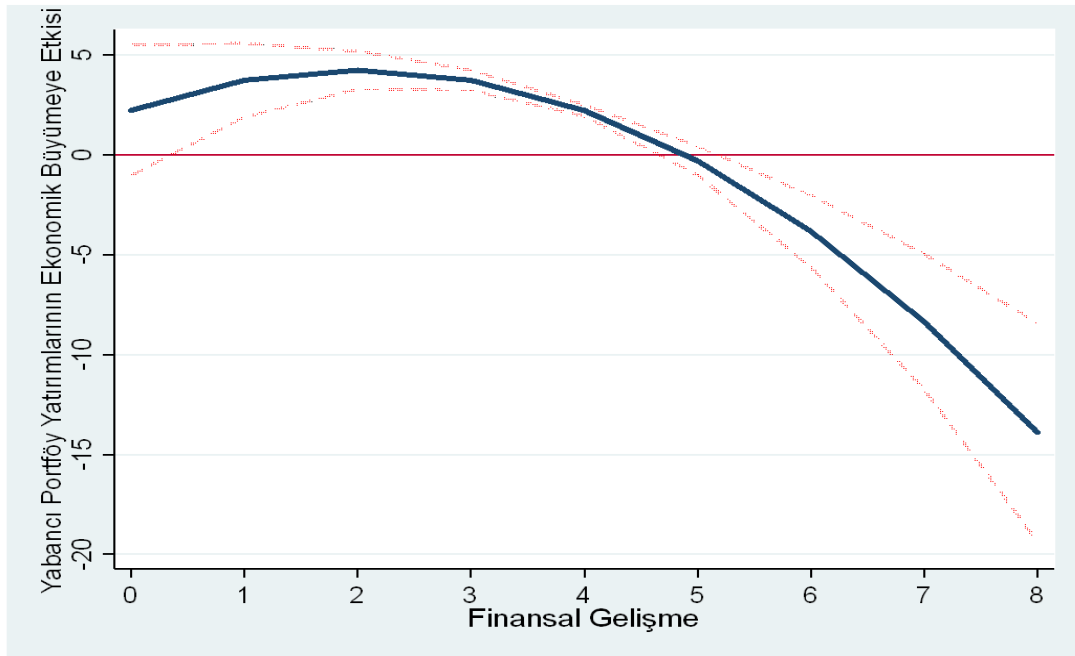
Tablo 3.7'de doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımları ve finansal gelişme ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Ancak doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi ve yabancı portföy yatırımları finansal gelişme etkileşimi ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yapmaktadır. Bunun sebebi finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrusal olmayan etkisinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 3.7'de yabancı sermaye ile finansal gelişme etkileşiminin negatif çıkması teorik beklentileri karşılamıyor olsa da Iamsiraroj ve Ulubaşoğlu (2015: 200-213) yaptıkları çalışmada, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif iken doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşiminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin negatif çıkmasının, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrusal olmayan etkisinden kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca Tablo 3.7'de doğrudan yabancı yatırım birinci sütunda %5 seviyesinde anlamlı ve pozitif iken, etkileşim değişkeni %5 seviyesinde anlamlı ve negatiftir. Benzer şekilde ikinci sütunda yabancı portföy yatırımları %10 düzeyinde anlamlı ve pozitif iken, etkileşim değişkeni %10 seviyesinde anlamlı ve negatiftir. Bu sonuç, yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisi için finansal gelişmenin önemli bir koşul olduğu şeklinde yorumlanabilir ancak bu olumlu etki finansal gelişmenin artmasıyla azalmaktadır.

Grafik 3.1: Finansal gelişme seviyesine bağlı olarak DYY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi



Grafik 3.2: Finansal gelişme seviyesine bağlı olarak YPY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi



Grafik 3.1 doğrudan yabancı yatırımın farklı finansal gelişme seviyelerinde ekonomik büyüme üzerindeki etkisini gösterirken, Grafik 3.2'de ise yabancı portföy

yatırımlarının farklı finansal gelişme seviyelerinde ekonomik büyüme üzerindeki etkisini göstermektedir. Her iki grafikte de farklı finansal gelişme seviyelerinde yabancı yatırımın (doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları) ekonomik büyüme üzerindeki “ters-U” etkisi gözükmemektedir. Anlaşılabacağı üzere yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisi artan finansal gelişme ile azalmaktadır.

Yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkilerinin farklı zaman periyotlarına göre araştırıldığı Model-1’e ait Sistem-GMM tahmin sonuçları Tablo 3.9’da gösterilmektedir. Analizde doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ayrı ayrı modellenmiştir. Tablo 3.9’un birinci, ikinci, üçüncü ve dördüncü sütununda doğrudan yabancı yatırımların farklı dönemlere ait sonuçları yer alırken, beşinci, altıncı, yedinci ve sekizinci sütunda ise yabancı portföy yatırımlarının farklı dönemlere ait sonuçları yer almaktadır.

Tablo 3.7: Farklı dönemlerde yabancı yatırımların ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi

Ekonomik Büyüme	Doğrudan Yabancı Yatırım				Yabancı Portföy Yatırımları			
	1990-2004 (1)	1990-2009 (2)	1990-2014 (3)	1990-2017 (4)	1990-2004 (5)	1990-2009 (6)	1990-2014 (7)	1990-2017 (8)
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.866*** (2.681)	0.409 (0.591)	0.388 (1.603)	0.869* (1.948)				
Yabancı Portföy Yatırımları					0.245 (1.210)	0.237 (0.980)	0.270* (1.870)	0.343* (1.723)
Ticari Açıklık	0.004 (0.934)	0.007 (1.146)	0.008*** (2.955)	0.006** (2.342)	0.013*** (3.312)	0.012*** (3.856)	0.012*** (4.363)	0.011*** (4.488)
Enflasyon	-0.025 (-1.566)	-0.030** (-2.157)	-0.028*** (-2.580)	-0.026*** (-2.862)	-0.025*** (-3.829)	-0.024*** (-3.938)	-0.023*** (-4.064)	-0.021*** (-4.021)
İnsan Sermayesi	0.012 (0.780)	0.008 (0.601)	0.015 (1.429)	0.006 (0.728)	0.033*** (3.128)	0.015* (1.842)	0.015* (1.803)	0.008 (1.087)
Nüfus	-0.804*** (-5.035)	-0.749*** (-7.087)	-0.653*** (-4.922)	-0.700*** (-6.872)	-0.811*** (-6.715)	-0.797*** (-8.163)	-0.737*** (-6.808)	-0.744*** (-7.666)
Kamu Harcamaları	-0.084 (-1.421)	-0.094** (-2.269)	-0.124*** (-4.233)	-0.131*** (-4.718)	-0.054 (-1.252)	-0.062** (-2.035)	-0.100*** (-3.405)	-0.098*** (-4.207)
Sabit Sermaye Yatırımları	0.039 (0.686)	0.061 (0.807)	0.064* (1.799)	0.038 (1.029)	0.071 (1.374)	0.088*** (2.990)	0.068** (2.276)	0.067** (2.571)
Finansal Gelişme	1.731* (1.937)	2.011* (1.663)	1.477* (1.813)	1.711* (1.815)	2.058** (2.494)	2.147*** (2.944)	2.131** (2.421)	2.011** (2.211)
(Finansal Gelişme) ²	-0.326** (-2.051)	-0.432** (-2.002)	-0.393*** (-3.316)	-0.323* (-1.920)	-0.520*** (-4.379)	-0.538*** (-5.169)	-0.546*** (-4.343)	-0.503*** (-3.906)
Doğrudan Yabancı Yatırım x Finansal Gelişme	-0.187*** (-2.664)	-0.089 (-0.598)	-0.084 (-1.604)	-0.188* (-1.944)				
Yabancı Portföy Yatırımları x Finansal Gelişme					-0.056 (-1.261)	-0.055 (-1.017)	-0.062* (-1.925)	-0.077* (-1.757)
Sabit	0.481 (0.237)	0.902 (0.476)	1.931 (1.238)	1.068 (0.565)	-0.535 (-0.352)	0.332 (0.237)	1.451 (0.967)	1.755 (1.114)
Gözlem Sayısı	148	246	353	451	122	208	302	385
Ülke Sayısı	88	111	123	128	77	95	111	116
Araç Değişkeni Sayısı	16	16	16	16	14	14	14	14
Chi2(p)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2)p	0.266	0.386	0.328	0.216	0.876	0.707	0.566	0.562
Hansen(p)	0.287	0.693	0.754	0.970	0.186	0.376	0.473	0.216

* , ** , *** sembolleri sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir. T-istatistik değerleri parantezin içerisinde gösterilmiştir.

Tablo 3.9'un birinci sütununda yabancı sermaye değişkeni olarak doğrudan yabancı yatırımın yer aldığı 1990-2004 yılları arasındaki sonuçlara bakıldığında, doğrudan yabancı yatırım, nüfus, finansal gelişme, finansal gelişmenin karesi ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Doğrudan yabancı yatırım %1 düzeyinde ve finansal gelişme %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, nüfus ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi %1 düzeyinde ve finansal gelişmenin karesi %5 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Tablo 3.9'un ikinci sütununa ait 1990-2009 yılları arasındaki sonuçlara bakıldığında, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları, finansal gelişme ve finansal gelişmenin karesi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Finansal gelişme %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, nüfus %1 düzeyinde, enflasyon kamu harcamaları ve finansal gelişmenin karesi %5 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Tablo 3.9'un üçüncü sütununa ait 1990-2014 yılları arasındaki sonuçlara bakıldığında ticari açıklık, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları, sabit sermaye yatırımları, finansal gelişme ve finansal gelişmenin karesi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ticari açıklık %1 düzeyinde ve sabit sermaye yatırımları ve finansal gelişme %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları ve finansal gelişmenin karesi %1 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Tablo 3.9'un dördüncü sütununa ait 1990-2017 yılları arasındaki sonuçlara bakıldığında doğrudan yabancı yatırım, ticari açıklık, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları, finansal gelişme, finansal gelişmenin karesi ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ticari açıklık seviyesi %5 düzeyinde, doğrudan yabancı yatırım ve finansal gelişme %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları %1 düzeyinde, doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi ve finansal gelişmenin karesi %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi hariç diğer tüm değişkenlerin katsayıları teorik beklentilerle ve Model-1'e ait sonuçların gösterildiği Tablo 3.7 ile uyumludur.

Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi tüm modellerde pozitif olmasına karşın 1990-2004 ve 1990-2017 yılları arasında ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Finansal gelişme tüm yıllarda istatistiksel olarak

anlamalı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Ayrıca finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrusal olmayan etkisi tüm yıllarda gözlenmektedir. Kamu harcamaları ve enflasyonun ekonomik büyüme üzerindeki ne negatif ve anlamalı etkisi 2005 yılından sonra gözükmemektedir. Ticari açıklık tüm modellerde pozitif katsayıya sahipken sadece 1990-2014 yılları arasında ekonomik büyüme üzerinde istatistiki olarak anlamalıdır. Sabit sermaye yatırımları katsayısı tüm modellerde pozitifdir ancak istatistiki olarak anlamsızdır.

Tablo 3.9'un beşinci sütununda yabancı sermaye değişkeni olarak yabancı portföy yatırımlarının yer aldığı 1990-2004 yılları arasındaki sonuçlara bakıldığında ticari açıklık, enflasyon, insan sermayesi, nüfus, finansal gelişme ve finansal gelişmenin karesi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamalıdır. Ticari açıklık, insan sermayesi %1 düzeyinde ve finansal gelişme %5 düzeyinde anlamalı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, enflasyon, nüfus ve finansal gelişmenin karesi %1 düzeyinde ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Tablo 3.9'un altıncı sütununa ait 1990-2009 yılları arasındaki sonuçlara bakıldığında ticari açıklık, enflasyon, insan sermayesi, nüfus, kamu harcamaları, sabit sermaye yatırımları, finansal gelişme ve finansal gelişmenin karesi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamalıdır. Ticari açıklık, sabit sermaye yatırımları ve finansal gelişme %1 düzeyinde ve insan sermayesi %10 düzeyinde anlamalı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, enflasyon, nüfus ve finansal gelişmenin karesi %1 düzeyinde, kamu harcamaları %5 düzeyinde anlamalı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Tablo 3.9'un yedinci sütununa ait 1990-2014 yılları arasındaki sonuçlara bakıldığında tüm değişkenler bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamalıdır. Ticari açıklık %1 düzeyinde, sabit sermaye yatırımları ve finansal gelişme %5 düzeyinde ve yabancı portföy yatırımları ve insan sermayesi %10 düzeyinde anlamalı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları ve finansal gelişmenin karesi %1 düzeyinde ve yabancı portföy yatırımları finansal gelişme etkileşimi %10 düzeyinde anlamı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Tablo 3.9'un sütununa ait 1990-2017 yılları arasındaki sonuçlara bakıldığında insan sermayesi hariç diğer tüm değişkenler bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamalıdır. Ticari açıklık %1, finansal gelişme %5, yabancı portföy yatırımları ve sabit sermaye yatırımları %10 düzeyinde anlamı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları ve finansal gelişmenin karesi %1 ve yabancı portföy yatırımları finansal gelişme etkileşimi %10 düzeyinde anlamı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Ayrıca yabancı portföy yatırımları finansal gelişme etkileşimi hariç diğer tüm değişkenlerin

katsayıları teorik beklentilerle ve Model-1 sonuçlarının gösterildiği Tablo 3.7 ile uyumludur.

Yabancı portföy yatırımları büyüme üzerinde tüm modellerde pozitif katsayıya sahiptir ancak 1990-2014 ve 1990-2017 yılları arasında ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Finansal gelişme tüm yıllarda istatistiksel olarak anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Ayrıca finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrusal olmayan etkisi tüm yıllarda gözlenmektedir. Ticari açıklık tüm modellerde anlamlı ve pozitif etkiye sahipken, enflasyon ve nüfus tüm modellerde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkiye sahiptir. İnsan sermayesi katsayısı ve sabit sermaye yatırımlarının katsayısı tüm modellerde pozitif ve 1990-2004 yılları haricinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Kamu harcamalarının katsayısı tüm modellerde negatif ve 1990-2004 yılları haricinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3.9’da genel olarak doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi desteklemede önemli bir kanaldır. Ayrıca yabancı sermayeye ek olarak finansal gelişme, ticari açıklık, sabit sermaye yatırımları ve insan sermayesi ekonomik büyümeyi artıran diğer önemli kanallardır. Enflasyon nüfus ve kamu harcamaları ise ekonomik büyümeyi azaltan değişkenlerdir. Önceden de bahsedildiği üzere yabancı sermaye (DYY ve YPY) finansal gelişme etkileşiminin tüm dönemlerde negatif çıkması, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrusal olmayan ilişkisinden kaynaklanmaktadır.

Yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkilerinin ülkelerin gelir seviyesine göre araştırıldığı Model-1’e ait Sistem-GMM tahmin sonuçları Tablo 3.10’da gösterilmektedir. Analizde doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ayrı ayrı modellenmiştir. Tablo 3.10’un birinci, ikinci, üçüncü ve dördüncü sütununda doğrudan yabancı yatırımların, beşinci, altıncı, yedinci ve sekizinci sütununda ise yabancı portföy yatırımlarının gelir seviyesine göre sonuçları gösterilmiştir.

Tablo 3.8: Farklı gelir gruplarında yabancı yatırımların ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisi

Ekonomik Büyüme	Doğrudan Yabancı Yatırım				Yabancı Portföy Yatırımları			
	Yüksek Gelirli Ülkeler (1)	Orta-Yüksek Gelirli Ülkeler (2)	Orta-Düşük Gelirli Ülkeler (3)	Düşük Gelirli Ülkeler (4)	Yüksek Gelirli Ülkeler (5)	Orta-Yüksek Gelirli Ülkeler (6)	Orta-Düşük Gelirli Ülkeler (7)	Düşük Gelirli Ülkeler (8)
Doğrudan Yabancı Yatırım	-0.630 (-0.377)	2.645* (1.788)	2.252* (1.820)	1.143 (0.420)				
Yabancı Portföy Yatırımları					0.257*** (2.791)	-0.826 (-0.314)	0.049 (0.019)	26.275 (0.784)
Ticari Açıklık	0.003 (0.532)	-0.017 (-1.097)	-0.001 (-0.126)	0.005 (0.053)	0.021** (2.563)	0.005 (0.395)	0.003 (0.354)	0.016 (0.734)
Enflasyon	0.009 (0.164)	0.002 (0.118)	-0.055** (-2.117)	-0.044 (-0.531)	0.315 (1.129)	-0.014** (-2.279)	-0.058 (-1.618)	0.001 (0.019)
İnsan Sermayesi	-0.003 (-0.063)	-0.058 (-1.483)	-0.004 (-0.250)	-0.003 (-0.028)	0.028 (0.469)	0.006 (0.244)	0.002 (0.166)	0.005 (0.136)
Nüfus	-0.824*** (-4.976)	-0.736*** (-3.106)	-1.102*** (-5.621)	0.787 (0.574)	-1.834*** (-3.447)	-0.807*** (-4.648)	-1.450*** (-6.614)	-3.033** (-2.562)
Kamu Harcamaları	-0.115 (-1.237)	-0.075 (-0.898)	-0.087*** (-3.846)	-0.002 (-0.008)	-0.475** (-2.562)	-0.034 (-0.510)	-0.112*** (-3.072)	0.089 (0.616)
Sabit Sermaye Yatırımları	0.110 (1.292)	0.432 (1.004)	0.081*** (3.773)	-0.080 (-0.161)	0.582** (2.183)	0.126 (1.058)	0.121*** (4.689)	0.138 (1.417)
Finansal Gelişme	3.536 (0.435)	5.388 (1.297)	1.773 (0.577)	2.697 (0.496)	22.144 (1.247)	1.071 (0.172)	5.087** (2.066)	5.611* (1.837)
(Finansal Gelişme) ²	-0.805 (-0.650)	-0.363 (-0.831)	-0.193 (-0.278)	-0.067 (-0.083)	-3.102 (-1.494)	-0.251 (-0.288)	-1.119*** (-2.583)	-1.367** (-1.977)
Doğrudan Yabancı Yatırım x Finansal Gelişme	0.136 (0.379)	-0.658* (-1.819)	-0.651* (-1.753)	-0.366 (-0.449)				
Yabancı Portföy Yatırımları x Finansal Gelişme					-0.059*** (-2.943)	0.298 (0.463)	0.213 (0.215)	-8.662 (-0.756)
Sabit	2.206 (0.184)	-15.096 (-1.035)	0.442 (0.122)	-5.426 (-0.796)	-37.857 (-0.930)	-0.525 (-0.041)	-0.128 (-0.028)	1.242 (0.414)
Gözlem	188	109	96	58	172	89	85	39
Ülke	45	33	30	20	42	28	29	17
Araç Değişkeni	14	15	16	14	13	13	14	14
Chi2(p)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2)p	0.858	0.545	0.773	0.986	0.103	0.865	0.284	0.347
Hansen(p)	0.442	0.416	0.968	0.324	0.322	0.868	0.319	0.319

*, **, *** sembolleri sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir. T-istatistik değerleri parantezin içerisinde gösterilmiştir.

Tablo 3.10'un birinci sütununda yabancı sermaye değişkeni olarak doğrudan yabancı yatırımın yer aldığı sonuçlara bakıldığında, yüksek gelirli ülkelerde nüfus %1 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Bu sonuçlar teorik olarak beklentilerle uyumludur. Ayrıca diğer değişkenler ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilmemiştir. Tablo 3.10'un ikinci sütunundaki sonuçlara bakıldığında, orta-yüksek gelirli ülkelerde doğrudan yabancı yatırım, nüfus ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Doğrudan yabancı yatırım %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, nüfus değişkeni %1 düzeyinde ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Ayrıca diğer değişkenler ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilmemiştir. Tablo 3.10'un üçüncü sütunundaki sonuçlara bakıldığında, orta-düşük gelirli ülkelerde doğrudan yabancı yatırım, enflasyon, nüfus, kamu harcamaları, sabit sermaye yatırımları ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Doğrudan yabancı yatırım %10 düzeyinde ve sabit sermaye yatırımları %1 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Nüfus ve kamu harcamaları %1 düzeyinde, enflasyon %5 düzeyinde ve doğrudan yabancı yatırım finansal gelişme etkileşimi %10 seviyesinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Etkileşim terimi hariç diğer sonuçlar teorik olarak beklentilerle uyumludur. Ayrıca diğer değişkenler ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilmemiştir. Tablo 3.10'un dördüncü sütunundaki sonuçlara bakıldığında, değişkenlerin ekonomik büyüme üzerinde anlamlı bir ilişkisi bulunamamıştır.

Tablo 3.10'un beşinci sütununda yabancı sermaye değişkeni olarak yabancı portföy yatırımlarının yer aldığı sonuçlara bakıldığında yüksek gelirli ülkelerde yabancı portföy yatırımları, ticari açıklık, nüfus, kamu harcamaları, sabit sermaye yatırımları ve yabancı portföy yatırımları finansal gelişme etkileşimi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Yabancı portföy yatırımları ve yabancı portföy yatırımları finansal gelişme etkileşimi %1 düzeyinde, ticari açıklık ve sabit sermaye yatırımları %5 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, nüfus %1 düzeyinde ve kamu harcamaları %5 düzeyinde ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Bu sonuçlar teorik olarak beklentilerle uyumludur. Ayrıca diğer değişkenler ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilmemiştir. Tablo 3.10'un altıncı sütunundaki sonuçlara bakıldığında orta-yüksek gelirli ülkelerde enflasyon ve nüfus bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde

istatistiksel olarak anlamlıdır. Nüfus %1 düzeyinde ve enflasyon %5 düzeyinde anlamı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Bu sonuçlar teorik olarak beklentilerle uyumludur. Ayrıca diğer değişkenler ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilmemiştir. Tablo 3.10'un yedinci sütunundaki sonuçlara bakıldığında orta-düşük gelirli ülkelerde nüfus, kamu harcamaları, sabit sermaye yatırımları, finansal gelişme ve finansal gelişmenin karesi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Sabit sermaye yatırımları %1 düzeyinde ve finansal gelişme %5 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, nüfus, kamu harcamaları ve finansal gelişmenin karesi %1 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Bu sonuçlar teorik olarak beklentilerle uyumludur. Ayrıca diğer değişkenler ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilmemiştir. Tablo 3.10'un sekizinci sütunundaki sonuçlara bakıldığında düşük gelirli ülkelerde nüfus, finansal gelişme ve finansal gelişmenin karesi bağımlı değişken olan ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Finansal gelişme %10 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken, nüfus %1 düzeyinde ve finansal gelişmenin karesi %5 düzeyinde anlamlı ve ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir. Bu sonuçlar teorik olarak beklentilerle uyumludur. Ayrıca diğer değişkenler ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilmemiştir.

Tablo 3.10'un sonuçlarına göre ana modelimizle (Model-1) paralel olarak finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrusal olmayan "ters U" şeklinde etkisi tüm gelir grubu ülkelerinde gözükmemektedir. Doğrudan yabancı yatırım orta-yüksek ve orta-düşük gelir grubuna sahip ülkelerde anlamlı ve ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Doğrudan yabancı yatırım yüksek ve düşük gelir grubu ülkelerinde ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu sonuçlar Johnson (2006: 1-57) ve Makki ve Somwaru (2004: 795-801)'nın yaptıkları çalışmaların sonuçlarına benzerlik göstermektedir. Johnson (2006: 1-57), doğrudan yabancı yatırım gelişmiş ülkelere ziyade gelişmekte olan ülkelere büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Johnson'a (2006: 1-57) göre doğrudan yabancı yatırım, teknoloji yayılımları, ülkelerin emici kapasiteleri (absorptive capacity) ve sermaye birikimi yoluyla ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Gelişmiş ülkelere, teknoloji seviyesi gelişmekte olan ülkelere nazaran daha yüksektir. Doğrudan yabancı yatırımlar ile gelen teknoloji, gelişmekte olan ekonomilerde teknoloji seviyesini net şekilde iyileştireceğinden, gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi daha net olacaktır. Gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkelere nazaran daha fazla emici kapasiteye sahiptirler. Doğrudan yabancı yatırımın emici

kapasite ile ekonomik büyümeyi artırması gelişmiş ülkelerde daha fazla olması beklenir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde insan sermayesi, finansal gelişme, altyapı kalitesi vb., yeterli düzeyde ise doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olacaktır. Gelişmiş ekonomiler, gelişmekte olan ekonomilere göre daha fazla sermaye stokuna sahiptirler. Gelişmiş ekonomilere yapılan doğrudan yabancı yatırım, sermaye birikimini artırsa da sermayenin azalan getirisi söz konusudur. Ancak gelişmekte olan ülkelerde sermayenin azalan getirisi söz konusu olmadığından doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi daha belirgin artırması beklenebilir (Johnson, 2006: 1-57). Makki ve Somwaru (2004: 795-801) ise doğrudan yabancı yatırımın düşük gelirli ülkelerde ekonomik büyümeyi etkilemediği sonucuna ulaşmıştır. Düşük gelirli ülkelerde doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi etkilememesinin sebebi, yeterli insan sermayesi, yüksek ticari açıklık, yeterli altyapı kalitesi, hukuki altyapı, düşük risk seviyesi gibi faktörlerin olmaması olabilir. Ayrıca finansal olarak gelişmemiş ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyümeyi etkilemediği sonucuna ulaşan Hermes ve Lensink (2003: 142-163) ve Sghaier ve Abida'nın (2013: 1-13) çalışmalarını destekler niteliktedir.

Yabancı portföy yatırımları yüksek gelir grubuna ait ülkelerde ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Bunun sebebi yabancı portföy yatırımları sıcak para olduklarından fazla oynaklardır. Yabancı portföy yatırımları geldikleri ülkeden çıktıklarında krizlere, ekonomik bozulmalara sebep olabilir. Gelişmiş ülkelerde finansal gelişme ve/veya kurumsal gelişme seviyesinin fazla olması nedeniyle bu olumsuz etkilerden etkilenmeyip portföy yatırımlarının olumlu etkilerinden yararlanabilirler (Durham, 2003: 1-35; Durham, 2004: 285-306; Choong v.dğr., 2010: 107-117; Wagas v.dğr., 2015: 66-67).

Finansal gelişme tüm ülke gruplarında pozitif etkisi olmasına karşın orta-düşük gelirli ülkelerde ve düşük gelirli ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde anlamlıdır. Bu sonuçlar şaşırtıcı olsa da Calderon ve Liu (2003: 321-334), Jalilian ve Kirkpatrick (2005: 636-656), Huang ve Lin (2009: 439-466), Hassan v.dğr. (2011: 88-104) ve Kim ve Lin'in (2013: 4385-4394) yaptıkları çalışmalarla tutarlıdır. Jalilian ve Kirkpatrick (2005: 636-656), finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin, düşük gelirli ülkelerde daha belirgin olduğunu öne sürerek, düşük gelirli ülkelerin finansal sektörün büyümesinden ve gelişmesinden daha fazla yararlanabileceğini ileri sürmektedir. Ayrıca finansal gelişme verimlilik artışı ve sermaye birikimi yolu ile ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Huang ve Lin (2009: 439-466) yaptıkları çalışmada, finansal gelişme ile verimlilik artışı ve sermaye birikimi sağlanırken, ülkelerin gelir

seviyesi artıkça bu etkilerin azaldığı ve hatta önemsiz hale geldiğini tespit etmişlerdir. Benzer doğrultuda Rioja ve Valev (2004a: 127), yaptıkları çalışmada, düşük gelirli ülkelerde finansal gelişme, ekonomik büyümeyi verimlilikten ziyade sermaye birikimi ile artırdığını tespit etmişlerdir. Orta-düşük ve düşük gelirli ülkelerde yetersiz sermaye birikimi nedeniyle finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi daha belirgindir.

Ekonomik büyümenin ve diğer açıklayıcı değişkenlerin yabancı yatırım üzerindeki etkilerinin araştırıldığı Model-2 Sistem-GMM tahmin sonuçları Tablo 3.11’de gösterilmektedir. Analizde doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ayrı ayrı modellenmiştir. Tablo 3.11’in birinci sütununda doğrudan yabancı yatırımlarının, ikinci sütununda ise yabancı portföy yatırımlarının sonuçları gösterilmiştir.

Tablo 3.9: Model-2 analiz sonuçları

	(1) Doğrudan Yabancı Yatırım	(2) Yabancı Portföy Yatırımları
Ekonomik Büyüme	1.941* (1.937)	0.011 (0.296)
Ticari Açıklık	0.239** (2.505)	-0.001 (-0.280)
Döviz Kuru	0.497 (0.073)	-1.137** (-2.557)
Altyapı Kalitesi	0.384 (0.189)	0.104 (1.021)
Finansal Gelişme	6.283** (1.984)	0.609** (2.262)
Faiz Oranı	-0.189 (-0.701)	-0.001 (-0.058)
Sabit Sermaye Yatırımları	-0.827* (-1.734)	0.032 (1.249)
İnsan Sermayesi	-0.101 (-0.797)	-0.015 (-1.305)
Sabit	-15.466 (-0.545)	3.720** (2.186)
Gözlem Sayısı	172	149
Ülke Sayısı	51	46
Araç Değişkeni Sayısı	17	12
Chi2(p)	0.059	0.000
AR(2)p	0.363	0.333
Hansen(p)	0.983	0.144

* , ** , *** sembolleri sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerindeki anlamlılık düzeyini göstermektedir. T-istatistik değerleri parantezin içerisinde gösterilmiştir.

Tablo 3.11'in birinci sütununda yer alan sonuçlara bakıldığında ekonomik büyüme, ticari açıklık, finansal gelişme ve sabit sermaye yatırımları bağımlı değişken olan doğrudan yabancı yatırım üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ticari açıklık ve finansal gelişme %5 düzeyinde, ekonomik büyüme ise %1 düzeyinde anlamlı ve doğrudan yabancı yatırım girişlerini pozitif etkilerken, sabit sermaye yatırımları %10 düzeyinde anlamlı ve doğrudan yabancı yatırım girişlerini negatif etkilemektedir. Tablo 3.11'in ikinci sütununda yer alan sonuçlara bakıldığında döviz kuru ve finansal gelişme bağımlı değişken olan yabancı portföy yatırımları üzerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Finansal gelişme %5 düzeyinde anlamlı ve yabancı portföy girişlerini pozitif etkilerken, döviz kuru %5 düzeyinde anlamlı ve yabancı portföy girişlerini negatif etkilemektedir.

Sonuçlara göre ülkede artan ekonomik büyüme, ülkeye daha fazla doğrudan yabancı yatırımı çekecek ve ülkede artan doğrudan yabancı yatırım da tekrar ekonomik büyümeyi artıracaktır. Bu durum Ericsson ve Irandoust (2001: 1-26) ve Iamsiraroj'ın (2016: 118-119) yaptıkları çalışmaları destekler niteliktedir. Ayrıca bu sonuçlar Tablo 3.7 ile birlikte değerlendirildiğinde doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyümenin arasında karşılıklı nedensellik olduğu saptanmıştır. Bu sonuçlar Hansen ve Rand (2006: 21-41), Al-Iriani (2007: 1-31), Ruxanda ve Muraru (2010: 1-14) ve Shaikh ve Shar'ın (2010: 1-8) yaptıkları çalışmaları destekler niteliktedir.

Sabit sermaye yatırımları, ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilemektedir. Bunun nedeni doğrudan yabancı yatırımın iç yatırımlarla rekabet edeceğindendir. Markusen ve Venables'e (1999: 335-356) göre, doğrudan yabancı yatırım ile sektöre giren çok uluslu şirketler, sektördeki rekabet düzeyini artırır. Sektörde artan rekabet ile yerli firmaların karlılığı azalacağından, sektörden çıkmalarına neden olur ve dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımlar yerli sermayeyi azaltan etki yapar. Bu sonuçlar Wang (2010: 3711-3721), Agosin ve Machado (2005: 149-162) ve Iamsiraroj'ın (2016:116-133) elde ettiği sonuçları destekler niteliktedir. Ayrıca reel döviz kurunun artması ülkeye giren yabancı portföy yatırımlarını negatif etkilemektedir. Bu sonuçlar Ahmad v.dğr. (2015: 66-77) ve Haider v.dğr.'nin (2016: 143-150) sonuçlarını destekler niteliktedir.

Ticari açıklık, ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımın önemli bir belirleyicisi olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Janicki ve Wunnava (2004: 505-509), Nonnemberg ve Mendonça (2004: 1-20), Onyeiwu ve Shrestha (2004: 89-106), Tuman ve Emmert (2004: 9-28), Gani (2007: 753-756), Ang (2008: 185-189), Azam ve

Lukman (2010: 31-44), Anyanwu (2011: 1-32), Mohammadvandnahidi v.dğr. (2012: 560-579), İbrahim ve Hassan (2013: 1-15) ve Kariuki'nin (2015: 346-351) yaptıkları çalışmaları destekler niteliktedir. Doğrudan yabancı yatırım yapacak şirketler, yabancı pazarlara kolaylıkla ulaşmak isteyeceklerinden bu sonuçlar sürpriz değildir.

Finansal gelişme hem doğrudan yabancı yatırımın hem de yabancı portföy yatırımlarının belirleyicisidir. Yani finansal olarak gelişmiş ülkeler, daha fazla yabancı sermaye çekecektir. Bu sonuçlar Ang (2008:1 85-189), De Santis ve Lührmann (2009: 880-901), Egly v.dğr. (2010: 25-41), Forbes (2010: 3-21), Shahrudin v.dğr. (2010: 235-245), Chukwuemeka, v.dğr. (2012: 194-205) ve Yang v.dğr.'nin (2013: 1258-1265) yaptıkları çalışmaları destekler niteliktedir. Artan finansal gelişmişlik, ülkeye daha fazla yabancı yatırım çekecek ve ülkede artan yabancı yatırım da tekrar ekonomik büyümeyi artıracaktır.

3.4.3. Çoklu Aracı Model Analiz Bulguları

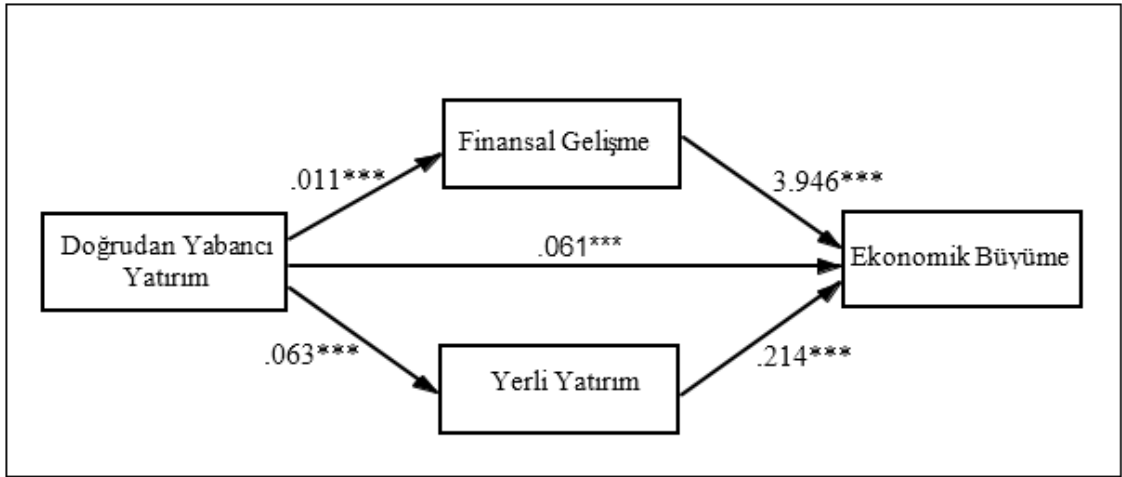
Yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkilerinin araştırıldığı, C6+C2 kanallarından oluşan Model-3'e ait çoklu aracı model analiz (multiple mediator model) sonuçları Tablo 3.12-3.13'te ve Şekil 3.6-3.7'de yer almaktadır. Doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ayrı ayrı analiz edilmiştir⁸.

Tablo 3.10: Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi

Direkt Etki	Katsayı	OIM Std. Ht.	z	P>z	[95% Güven Aralığı]
Finansal Gelişme					
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.0112666	0.0027688	4.07	0.000	0.0058398 0.0166934
Yerel Yatırımlar					
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.0635368	0.0211512	3	0.003	0.0220811 0.1049924
Ekonomik Büyüme					
Finansal Gelişme	3.946232	0.5153671	7.66	0.000	2.936131 4.956333
Yerel Yatırımlar	0.2144364	0.0207668	10.33	0.000	0.1737342 0.2551386
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.0618241	0.0113209	5.46	0.000	0.0396356 0.0840125
Dolaylı Etki	Katsayı	OIM Std. Ht.	z	P>z	[95% Güven Aralığı]
Ekonomik Büyüme					
Finansal Gelişme					
Yerel Yatırımlar					
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.0580853	0.0131801	4.41	0.000	0.0322528 0.0839179

⁸ Model oluşturulurken, ticari açıklık ve insan sermayesi değişkenlerinin olası aracılık etkileri araştırılmış, bu değişkenlerin hem doğrudan yabancı yatırıma hem de yabancı portföy yatırımlarına her hangi bir aracılık etkisi bulunmadı tespit edildiğinden modellenmemiştir.

Toplam Etki	Katsayı	OIM Std. Ht.	z	P>z	[95% Güven Aralığı]
Finansal Gelişme					
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.0112666	0.0027688	4.07	0.000	0.0058398 0.0166934
Yerel Yatırımlar					
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.0635368	0.0211512	3	0.003	0.0220811 0.1049924
Ekonomik Büyüme					
Finansal Gelişme	3.946232	0.5153671	7.66	0.000	2.936131 4.956333
Yerel Yatırımlar	0.2144364	0.0207668	10.33	0.000	0.1737342 0.2551386
Doğrudan Yabancı Yatırım	0.1199094	0.0173258	6.92	0.000	0.0859514 0.1538674

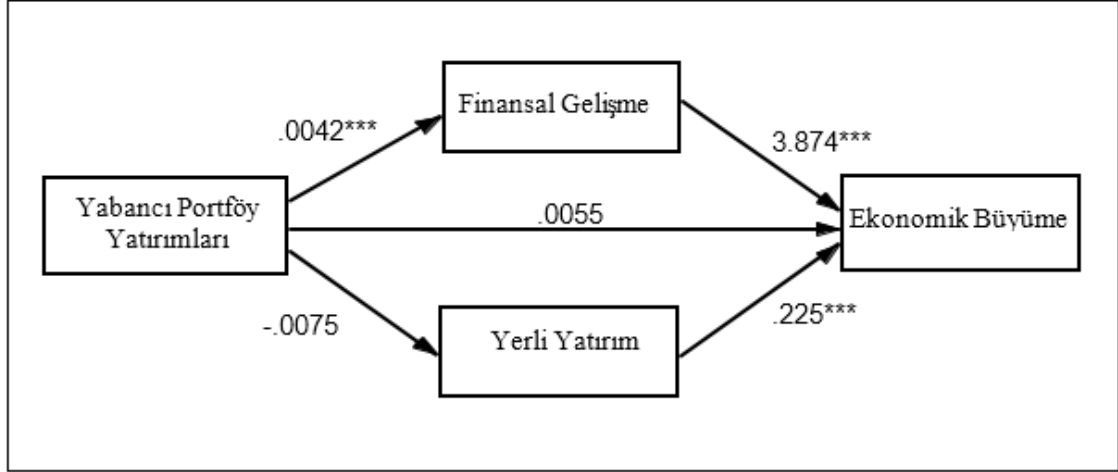


Şekil 3.4: Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi

Şekil 3.4’de aracılık analizine ait direkt sonuçlar yer alırken, Tablo 3.10’da direkt, dolaylı ve toplam etkiler ayrı ayrı yer almaktadır. Herhangi bir aracılık etkisinden bahsedebilmemiz için doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde, finansal gelişme üzerinde ve yerli yatırım üzerinde direkt etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olması gereklidir. Doğrudan yabancı yatırımın finansal gelişme üzerinde direkt etkisi +0,011 iken, yerli yatırım üzerindeki direkt etkisi +0,063’tür. Her iki değişkende %1 düzeyinde anlamlıdır. Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki direkt etkisi +3,94’tür ve bu etki %1 düzeyinde anlamlıdır. Yerli yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki direkt etkisi +0,214’tür ve bu etki %1 düzeyinde anlamlıdır. Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki direkt etkisi +0,061’tir ve bu etki %1 düzeyinde anlamlıdır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki toplam etkisi direkt etkisinden büyüktür (0,119>0,061). Bu sonuçlar ışığında doğrudan yabancı yatırımın, finansal gelişme ve yerli yatırımlar üzerinden dolaylı etkisi olduğundan bahsedilebilir.

Tablo 3.10’da doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki toplam dolaylı etkisi 0.0580853 olarak hesaplanmış ve bu etki %1 düzeyinde anlamlıdır.

Finansal gelişmenin dolaylı etkisi +0,04446 iken, yerli yatırımlarının +0,01362'dir. Toplam etki ise $0,04446+0,01362 = 0,05808$ olarak hesaplanmıştır⁹.



Şekil 3.5: Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi

Şekil 3.5’de aracılık analizine ait direkt sonuçlar yer alırken, Tablo 3.11’de direkt, dolaylı ve toplam etkiler ayrı ayrı yer almaktadır. Herhangi bir aracılık etkisinden bahsedebilmemiz için yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde, finansal gelişme üzerinde ve yerli yatırım üzerinde direkt etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olması gereklidir. Yabancı portföy yatırımları finansal gelişme üzerindeki direkt etkisi +0,0042 ve bu etki %1 düzeyinde anlamlıdır. Ancak yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme ve yerli yatırım üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığından herhangi bir aracılık etkisinden bahsedilemez. Sonuç olarak yabancı portföy yatırımları finansal piyasalar üzerinden ekonomik büyümeyi destekler.

Tablo 3.11: Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi

Direkt Etki	Katsayı	OIM Std. Ht.	z	P>z	[95% Güven Aralığı]
Finansal Gelişme					
Yabancı Portföy Yatırımları	0.004279	0.001195	3.58	0.000	0.00193 0.006622
Yerel Yatırımlar					
Yabancı Portföy Yatırımları	-0.00751	0.008853	-0.85	0.396	-0.02486 0.009834
Ekonomik Büyüme					
Finansal Gelişme	3.874512	0.507214	7.64	0.000	2.880389 4.868634
Yerel Yatırımlar	0.225054	0.021314	10.56	0.000	0.183279 0.183279
Yabancı Portföy Yatırımları	0.005541	0.005488	1.01	0.313	-0.00521 0.016298

⁹ Finansal gelişmenin dolaylı etkisi= $0,011267*3,94623= 0,04446$

Yerli yatırımların dolaylı etkisi = $0,063537*0,214436 = 0,01362$

Toplam dolaylı etki = $0,04446+0,01362 = 0,05808$

Doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki toplam etkisi $0.0618241+0,05808=0.1199094$

Dolaylı Etki	Katsayı	OIM Std. Ht.	z	P>z	[95% Güven	Aralığı]
Ekonomik Büyüme						
Finansal Gelişme						
Yerel Yatırımlar						
Yabancı Portföy Yatırımları	0.014889	0.005554	2.68	0.007	0.0040022	0.0040022
Toplam Etki	Katsayı	OIM Std. Ht.	z	P>z	[95% Güven	Aralığı]
Finansal Gelişme						
Yabancı Portföy Yatırımları	0.004279	0.001195	3.58	0.000	0.0019369	0.0019369
Yerel Yatırımlar						
Yabancı Portföy Yatırımları	-0.00751	0.008853	-0.85	0.396	-0.0248697	0.0098348
Ekonomik Büyüme						
Finansal Gelişme	3.874512	0.507214	7.64	0.000	2.880389	4.868634
Yerel Yatırımlar	0.225054	0.021314	10.56	0.000	0.1832793	0.1832793
Yabancı Portföy Yatırımları	0.020430	0.008038	2.54	0.011	0.0046759	0.0361847

IV. BÖLÜM

4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Çalışmada 133 ülkenin 1990-2017 yılları arasına ait verileri kullanılarak, yabancı yatırımların (DYY ve YPY) ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki olası etkileri incelenmiştir. Veriler yıllık gözlemden beş yıllık ortalamalara dönüştürülmüştür. Yani tüm veriler beş yıllık aralıklarla (1990-1994, 1995-1999, 2000-2004, 2005-2009, 2010-2015 ve 2015-2017) örneklenmiştir. Araştırmanın amacı doğrultusunda üç adet model kurulmuştur. İlk olarak yabancı yatırımın ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki direkt etkilerini içeren Model-1, ikinci olarak yabancı yatırım girişlerini etkileyen faktörlerin araştırıldığı Model-2 ve son olarakda yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkilerini içeren Model-3 kurulmuştur. Ayrıca çalışmada, yabancı yatırımların ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, farklı gelir seviyelerine göre sınıflandırılmış ülkelerde ve farklı dönemlerde nasıl değiştiği de araştırılmıştır. Model-1 ve Model-2'yi tahminleyebilmek için Arellano ve Bover/ Blundell ve Bond'un geliştirdiği Sistem-GMM tahmincisi kullanılırken, Model-3'te Hayes'in geliştirdiği çoklu aracılık analizi kullanılmıştır.

Model-1 analiz sonuçları doğrultusunda, doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımları ve finansal gelişme ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Bu sonuç doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi desteklemede yabancı sermaye yatırımlarının önemini vurgulayan çalışmalarla tutarlıdır. Ayrıca Model-3 sonuçları doğrultusunda ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımlar, finansal piyasaları ve yerli yatırımları etkileyerek ekonomik büyümeyi dolaylı olarak da artırdığı tespit edilirken, yabancı portföy yatırımları sadece finansal piyasalar aracılığı ile ekonomik büyümeyi destekler. Doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi artırdığından, yabancı yatırımlarının ülkeye girişini etkileyen faktörler önem kazanmaktadır. Model-2 analiz sonuçları çerçevesinde ekonomik büyüme oranı fazla olan, finansal gelişmişlik düzeyi yeterli olan ve ticari açıklık düzeyi fazla olan ülkeler daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekecektir. Benzer doğrultuda, ekonomik büyüme oranı fazla olan ve finansal gelişme düzeyi yeterli olan ülkeler daha fazla portföy yatırımı çekecektir. Ancak

makroekonomik istikrarın bir göstergesi olan döviz kuru ise ülkeye giren yabancı portföy yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ve yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi artırması için ülkede belirli bir finansal gelişmişlik seviyesi gereklidir. Ancak doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları belli bir finansal gelişme seviyesine kadar ekonomik büyümeyi artırmakta bu seviyenin ötesinde ekonomik büyümeyi azaltmaktadır. Yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerinde yarattığı doğrusal olmayan etkinin varlığını tespit ederek literatüre önemli bir katkıda bulunuyoruz.

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde doğrusal olmayan “ters-U” şeklinde etkisi tespit edilmiştir. Yani Levine’nin (2003: 31-46) “more finans, more growth” teorisi geçerli değildir. Finansal gelişme belli bir seviyeye kadar büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir. Bu seviyeyi aştıktan sonra, finansal gelişmedeki artış büyüme üzerinde olumsuz etkisi vardır. Bu sonuçlar, Shen ve Lee (2006: 1907-1944), Rousseau ve Wachtel (2011: 1-23), Cecchetti ve Kharroubi (2012: 1-22), Law ve Singh (2014: 36-44) ve Arcand v.dğr.’nin (2015: 105-148) çalışmalarını destekler niteliktedir. Ayrıca bu doğrusal olmayan ilişki Lind ve Mehlum (2010: 109-118) tarafından geliştirilen “U-shaped ilişki” testi ile de incelenerek de ispatlanmıştır. Finansal gelişmenin doğrusal olmayan etkisi, ülkelerin gelir seviyelerine ve farklı dönemler itibari ile nasıl değiştiği ayrıca araştırılmıştır. Tüm gelir gruplarında ve farklı dönemlerde finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde doğrusal olmayan etkisi tespit edilmiştir. Artan finansal gelişmenin ülkelerde ekonomik büyümeyi azaltmasının birkaç sebebi olabilir. İlk olarak aşırı finansal gelişme veya çok hızlı bir kredi büyümesi, enflasyonist baskı getirebilir ve bankacılık sistemini zayıflatabilir. Böyle bir durumda zamanla kredi standartları kötüleşmekte, performans göstermeyen krediler çoğalmakta ve dolayısıyla bir bankacılık krizi ortaya çıkmaktadır (Rousseau ve Wachtel, 2007: 1; Cecchetti ve Kharroubi, 2012: 15; Law ve Singh 2014: 40-41). İkinci olarak, artan kredilerin üretken olmayan kanallara aktarılmasından kaynaklanabilir. Üçüncü olarak, büyük bir finansal sektör, ekonominin üretken sektörlerinden finans sektörüne doğru beyin göçüne neden olabileceği ile ilgili olabilir. Son olarak Rousseau ve Wachtel’e (2007: 1) göre, ülkelerin yeterli hukuki altyapıya veya düzenleyici altyapıya sahip olmamasından dolayı, finansal gelişme ekonomik büyüme üzerinde doğrusal olmayan etki yapabilir. Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde yarattığı doğrusal olmayan etkinin tespit edilmesi literatüre katkı anlamında önemli olabilecek yapıdadır.

Orta-yüksek ve orta-düşük gelir grubuna ait ülkelerde, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi istatistiksel olarak artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyüme üzerindeki etkisi yüksek ve düşük gelir grubuna ait ülkelerde istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu sonuçlar Johnson (2006: 1-57) ve Makki ve Somwaru'nun (2004: 795-801) yaptıkları çalışmaların sonuçlarına benzerlik göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırım, teknoloji yayımları, ülkelerin emici kapasiteleri (absorptive capacity) ve sermaye birikimi yoluyla ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım genelde yüksek gelirli ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru yapılır. Gelişmiş ülkelere, teknoloji seviyesi gelişmekte olan ülkelere nazaran daha yüksek olduğundan, doğrudan yabancı yatırımlar ile gelen teknoloji, gelişmekte olan ekonomilerde teknoloji seviyesini net şekilde iyileştireceğinden, gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi daha belirgin olacaktır. Düşük gelirli ülkelere doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi etkilememesinin sebebi, yeterli insan sermayesi, yüksek ticari açıklık, yeterli altyapı kalitesi, hukuki altyapı, düşük risk seviyesi gibi faktörlerin olmaması olabilir. Ayrıca finansal olarak gelişmemiş ülkelere doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyümeyi etkilemediği sonucuna ulaşan Hermes ve Lensink (2003: 142-163) ve Sghaier ve Abida'nın (2013: 1-13) çalışmalarını destekler niteliktedir. Yüksek gelirli ülkelere doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi etkilememesinin sebebi iki şekilde açıklanabilir. İlk olarak gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkelere nazaran daha fazla emici kapasiteye sahiptirler. Doğrudan yabancı yatırımın emici kapasite ile ekonomik büyümeyi artırması gelişmiş ülkelere daha fazla olması beklenir. Ancak gelişmekte olan ülkelere insan sermayesi, finansal gelişme, altyapı kalitesi vb. yeterli düzeyde ise doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi gelişmekte olan ülkelere daha belirgin olacaktır. İkinci olarak gelişmiş ekonomiler, gelişmekte olan ekonomilere göre daha fazla sermaye stokuna sahiptirler. Gelişmiş ekonomilere yapılan doğrudan yabancı yatırım, sermaye birikimini arttırsa da sermayenin azalan getirisi söz konusudur. Ancak gelişmekte olan ülkelere sermayenin azalan getirisi söz konusu olmadığından doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyümeyi daha belirgin artırması beklenebilir (Johnson, 2006: 1-57).

Yabancı portföy yatırımları yüksek gelir grubuna ait ülkelere ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Ülkelerde makroekonomik istikrar, finansal gelişme ve kurumsal gelişme seviyesi yeterli düzeyde değil ise yabancı portföy yatırımları ekonomik büyüme üzerinde negatif veya belirsiz etki yapacaktır. Yabancı portföy yatırımları yüksek gelirli ülkelere, makroekonomik istikrar, finansal gelişme ve

kurumsal gelişme seviyesinin fazla olması nedeniyle, yabancı portföy yatırımlarının oynak yapılarından kaynaklı olumsuz etkilerinden korunarak, ekonomik büyümeyi artırmış olabilir (Durham, 2003: 1-35; Durham, 2004: 285-306; Choong v.dğr., 2010: 107-117; Wagas v.dğr., 2015: 66-67).

Yabancı portföy yatırımlarının farklı gelir seviyelerine göre etkisinin araştırıldığı modelde finansal gelişme tüm ülke gruplarında pozitif etkisi olmasına karşın orta-düşük gelirli ülkelerde ve düşük gelirli ülkelerde ekonomik büyümeyi istatistiksel olarak artırmaktadır. Bu sonuçlar şaşırtıcı olsa da, Calderon ve Liu (2003: 321-334), Jalilian ve Kirkpatrick (2005: 636-656), Huang ve Lin (2009: 439-466), Hassan v.dğr. (2011: 88-104) ve Kim ve Lin'in (2013: 4385-4394) yaptıkları çalışmalarla tutarlıdır. Finansal gelişmenin orta-düşük gelirli ülkelerde ve düşük gelirli ülkelerde ekonomik büyümeyi artırması, finansal sektörün büyümesinden ve gelişmesinden daha fazla yararlanmasından dolayı olabilir (Rioja ve Valev, 2004a: 127; Jalilian ve Kirkpatrick, 2005: 636-656).

Çalışmanın sonuçları doğrultusunda bazı öneriler getirilebilir. Bunlar:

- Doğrudan yabancı yatırım, yabancı portföy yatırımları ve finansal gelişme ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Ancak ekonomik büyüme üzerinde sadece bu faktörler etkili değildir. Ülkeler ekonomik olarak daha fazla büyümeleri için makroekonomik istikrarı, ticari açıklığı, yerli yatırımları artıracak politikalar ile verimsiz kamu harcamalarını azaltacak politikalar üretmelidirler.
- Doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımları ekonomik büyümeyi artırdığından ülkeler daha fazla yabancı yatırım çekmek için çalışmalar yapmalıdır. Ekonomik büyüme oranı fazla olan, finansal gelişmişlik düzeyi yeterli olan ve ticari açıklık düzeyi fazla olan ülkeler daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekecektir. Ülkeler daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekebilmek için bu faktöre yoğunlaşmalı ve uygun politikalar üretmelidir. Benzer doğrultuda finansal gelişme düzeyi yeterli olan ülkeler daha fazla portföy yatırımı çekecektir. Ancak makroekonomik istikrarın bir göstergesi olan döviz kuru ise ülkeye giren yabancı portföy yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. Ülkeler daha fazla yabancı portföy yatırımları çekebilmek için bu faktöre yoğunlaşmalı ve uygun politikalar üretmelidir.
- Finansal gelişmenin ölçütü olan özel sektöre aktarılan krediler, ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Çok hızlı bir kredi büyümesi, enflasyonist baskı getirebilir ve bankacılık sistemini zayıflatıp ekonomik büyümeyi olumsuz

etkileyebilir. Böyle bir durumda zamanla kredi standartları kötüleşmekte, performans göstermeyen krediler çoğalmakta ve dolayısıyla bir bankacılık krizi ortaya çıkabilmektedir. Ayrıca finansal gelişme, ülkelerin yabancı sermayenin faydalarından yararlanabilmeleri için önemli bir kanaldır. Ancak artan finansal gelişme bir seviyeden sonra yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkinliğini azaltmaktadır. Bu olumsuz sonuçların önüne geçebilmek için hukuki alt yapı geliştirilmeli ve özel sektöre kredi sağlanırken hükümete yakın kaynaklara değil üretken kaynaklara kredi sağlamalıdır.

- Düşük gelirli ülkelerde, doğrudan yabancı yatırımının ekonomik büyümeyi arttırması için ülkeler, finansal gelişme seviyesini, insan sermayesini, hukuki altyapıyı ve kurumsal kaliteyi arttırıcı, alt yapı kalitesini iyileştirici politikalara ağırlık vermeleri gerekmektedir.
- Yabancı portföy yatırımları geldikleri ülkeden çıktıklarında ekonomik bozulmalara hatta krizlere sebep olabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yabancı portföy yatırımlarının faydalarından yararlanabilmeleri için makroekonomik istikrarı, yeterli finansal gelişmeyi, gelişmiş hukuki alt yapıyı ve kurumsal kaliteyi sağlayacak çalışmalar yapmalıdırlar.

KAYNAKLAR

- Abu-Bader, Suleiman ve Abu-Qarn, Aamer S. (2008). “Financial Development and Economic Growth: The Egyptian Experience”, *Journal of Policy Modeling*, 30, 887-898.
- Acar, Yalçın (2008). *İktisadi Büyüme ve Büyüme Modelleri*. 5. Baskı İstanbul: Dora Yayıncılık.
- Acemoğlu, Doran, Laibson, David ve List, John (2016). *Makroekonomi*. Çev. Ed. S, Şener. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Adams, Samuel (2009). “Foreign Direct Investment, Domestic Investment, and Economic Growth in Sub-Saharan Africa”, *Journal of Policy Modeling*, 31, 939-949.
- Adams, Samuel ve Opoku, Eric Evans Osei (2015). “Foreign Direct Investment, Regulations and Growth in Sub-Saharan Africa”, *Economic Analysis and Policy*, 47, 48-56.
- Adeniyi, Oluwatosin ve Omisakin, Olusegune (2012). “Foreign Direct Investment, Economic Growth and Financial Sector Development in Small Open Developing Economies”, *Economic Analysis & Policy*, 42(1), 105-127.
- Afşar, Aslı (2007). “Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 36, 188-198.
- Agarwal, N.R. (1997). “Foreign Portfolio Investment in Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact”, *Indian Economic Review*, 32, 217-229.
- Agarwal, P. Jamuna (1980). “Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 116(4), 739-773.
- Aggarwal, Raj, Kearney, Colm ve Lucey, Brian (2012). “Gravity and Culture in Foreign Portfolio Investment”, *Journal of Banking & Finance*, 36, 525-538.

- Agosin, R. Manuel ve Machado, Roberto (2005). "Foreign Investment in Developing Countries: Does it Crowd in Domestic Investment?", *Oxford Development Studies*, 33(2), 149-162.
- Ahluwalia, S. Montek (1976). "Inequality, Poverty and Development", *Journal of Development Economics*, 307-342.
- Ahmad, Fayyaz, Yang, Su-Chang ve Draz, Muhammad Umar (2015). "Causality Between Foreign Portfolio Inflows and Economic Growth: Evidence From China and India" *International Journal of Economics and Finance*, 7(10), 163-172.
- Ahmad, Fayyaz, Draz, Muhammad Umar ve Yang, Su-Chang (2015). "Determinants of Foreign Portfolio Inflows: Analysis and Implications for China", *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(2), 66-77.
- Ahmad, Fayyaz, Draz, Muhammad Umar ve Yang, Su-Chang (2016). "Foreign Portfolio Inflows and Economic Growth: Evidence from ASEAN5", *Actual Problems of Economics*, 179(5), 57-59.
- Ahmed, Shaghil ve Zlate, Andrei (2014). "Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?", *Journal of International Money and Finance*, 48, 221-248.
- Aizenman, Joshua, Jinjark, Yothin ve Park, Donghyun (2013). "Capital Flows And Economic Growth In The Era Of Financial Integration And Crisis, 1990–2010", *Open Economic Review*, 24, 371-396.
- Akinlo, A. Enisan (2004). "Foreign Direct Investment and Growth in Nigeria An Empirical Investigation", *Journal of Policy Modeling*, 26, 627-639.
- Aksoy, E. Emine (2014). *Uluslararası Portföy Yönetimi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Al Nasser, Omar M. (2010). "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? The Role of Local Conditions", *Latin American Business Review*, 11, 111-139

- Alavinasab, Seyed Mohammad (2013). "Determinants of Foreign Direct Investment in Iran", *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 3(2), 258-269.
- Albulescu, Claudiu Tiberiu (2015). "Do Foreign Direct and Portfolio Investments Affect Long-Term Economic Growth in Central and Eastern Europe?", *Procedia Economics and Finance*, 23, 507-512.
- Alfaro, Laura ve Charlton, Andrew (2007). "Growth And The Quality Of Foreign Direct Investment: Is All FDI Equal?", *CEP Discussion Paper No 830*, Say:1-43.
- Alfaro, Laura, Chanda, Areendam, Kalemli-Ozcanc, Sebnem ve Sayek, Selin (2004). "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets", *Journal of International Economics*, 64, 89-112.
- Alfaro, Laura, Kalemli-Ozcan, Sebnem ve Sayek, Selin (2009). "FDI, Productivity and Financial Development", *The World Economy*, 31(1), 111-135
- Al-Iriani, Mahmoud (2007). "Foreign Direct Investment and Economic Growth in The GCC Countries: A Causality Investigation Using Heterogeneous Panel Analysis", *Topics in Middle Eastern and North African Economies*, 9(1), 1-31.
- Alpar, Cem (1980). *Çok Uluslu Şirketler ve Ekonomik Kalkınma*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Al-Samadi, O. Mohammad (2018). "Determinants of Foreign Portfolio Investment: The Case of Jordan", *Investment Management and Financial Innovations*, 15, 328-336.
- Alvarado, Rafael, Iñiguez, María ve Ponce, Pablo (2017). "Foreign Direct Investment And Economic Growth in Latin America", *Economic Analysis and Policy*, 56, 176-187.
- Anderson, T.W. ve Hsiao, Cheng (1981). "Estimation of Dynamic Models with Error Components", *Journal of the American Statistical Association*, 76(375), 598-606.

- Anderson, T.W. ve Hsiao, Cheng (1982). "Formulation and Estimation of Dinamic Models Using Panel Data", *Journal of Econometrics*, 18, 47-82.
- Ang, James B. (2009). "Financial Development and The FDI-Growth Nexus: The Malaysian Experience", *Applied Economics*, 41, 1595-1601.
- Ang, James B.(2008) "Determinants of Foreign Direct Investment in Malaysia", *Journal of Policy Modeling*, 30, 185-189.
- Ansari, Mohammed I. (2002). "Impact of Financial Development, Money, and Public Spending on Malaysian National Income: An Econometric Study", *Journal of Asian Economics*, 13(1), 72-93.
- Anwar, Sajid ve Sun, Sizhong (2011). "Financial Development, Foreign Investment and Economic Growth in Malaysia", *Journal of Asian Economics*, 22, 355-342.
- Anyanwu, John C. (2011). *Determinants of Foreign Direct Investment Inflows to Africa 1980-2007*. African Development Bank Group Working Paper Series, 136.
- Apergis, Nicholas, Lyroudi, Katerina ve Vamvakidis, Athanasios (2008). "The Relationship between Foreign Direct Investment and Economic Growth: Evidence From Transition Countries", *Transition Studies Review*, 15, 37-51.
- Arcand, Jean Louis Berkes, Enrico ve Panizza, Ugo (2015). "Too Much Finance?", *Journal of Economic Growth*, 20, 105-148.
- Arellano, Manuel ve Bond, Stephen (1991). "Some Test of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arıkan, Deniz (2006). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları*. İstanbul: Arıkan Basım Yayım.
- Arndt, Christian, Buch, M. Claudia ve Schnitzer, Monika (2007). "FDI and Domestic Investment: an Industry-Level View", *GESY Discussion Paper No. 212*, 1-45
- Asiedu Elizabeth (2002). "on the Determinants of Foreign Direct Investment to Developing Countries: Is Africa Different?", *World Development*, 30(1), 107-119.

- Asiedu, Elizabeth ve Lien, Donald (2004). "Capital Controls and Foreign Direct Investment", *World development*, 32(3), 479-490.
- Aslan, Özgür ve Küçükaksoy, İsmail (2006). "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", *Ekonometri ve İstatistik*, 4, 12-28.
- Aurangzeb ve A. Ul Haq, Anwar (2012). "Impact of Foreign Capital Inflows on Economic Growth in Pakistan". *Business and Management Review*, 21,92-100.
- Azam, Muhammad. ve Lukman Ling (2010). "Determinants of Foreign Direct Investment in India, Indonesia and Pakistan: A Quantitative Approach", *Journal of Managerial Science*, 4(1), 31-44.
- Azman-Saini, W.N.W Law, Siong H ook ve Ahmad, Abdul Halim (2010). "FDI and Economic Growth: New Evidence on The Role of Financial Markets", *MPRA Paper No. 65852*, 30, 211-213.
- Babhebo, Michael ve Apere, Thankgod (2014). "Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria (1986-2011)", *International Journal of Business and Social Science*, 5(11), 108-115.
- Baharumshah, Ahmad Zubaidi ve Thanoon, Marwan Abdul-Malik (2006). "Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries", *China Economic Review*, 17, 70-83.
- Baharumshah, Ahmad Zubaidi, Slesman, Ly ve Devadason, Evelyn Shyamala (2017). "Types of Foreign Capital Inflows and Economic Growth: New Evidence on Role of Financial Markets", *Journal of International Development*", 29, 768-789.
- Balassa, Bela. (1964). "The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy*, 72(6), 584-596.
- Balassa, Bela. (1966). "American Direct Investments in The Common Market", *PSL Quarterly Review*, 19(77).

- Balasubramanyam, Vudayagiri N., Salisu, Mohammed ve David, Sapsford (1996). "Foreign Direct Investment and Growth in Ep and Is Countries", *The Economic Journal*, 106, 92-105.
- Balasubramanyam, Vudayagiri N., Salisu, Mohammed ve David, Sapsford (1999). "Foreign Direct Investment As An Engine Of Growth", *The Journal of International Trade & Economic Development*, 8(1), 27-40.
- Baltagi, Badi H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Third Edition. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.
- Barro J. Robert (1991). "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 407-443.
- Barro J. Robert (2003). "Determinants of Economic Growth in a Panel of Countries", *Annals of Economics and Finance*, 4, 231-274.
- Barro, J. Robert (1990). "Government Spending in a Simple Model of Endogeneous Growth", *Journal of Political Economy*, 98, Say:103-125
- Barro, J. Robert (1996). "Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study", *NBER Working Paper No:5698*, Say:1-79
- Bashir, M. Abdel-Hameed (1999). "Foreign Direct Investment and Economic Growth in Some MENA Countries: Theory and Evidence", *Topics in Middle Eastern and North African Economies*, Say:1-7.
- Batmaz, Nihat ve Tekeli, Sevinç (2009). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği (1996-2006)*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Batten, Jonathan A. ve Vo, Xuan Vinh (2009). "An Analysis of The Relationship between Foreign Direct Investment and Economic Growth", *Applied Economics*, 41, 1621-1641.
- Beck, Thorsten, Levine, Ross (2002). "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence", *NBER Working Paper No:9082*, Say:1-33.

- Beck, Thorsten, Levine, Ross ve Loayza, Norman (2000). "Finance and The Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58, 261-300.
- Begg, David, Fischer, Stanley ve Dornbusch, Rudiger (1994). *Economics*. 4. Edition London: Mcgraw-Hill Book Company.
- Belloumi, Mounir (2014). "The Relationship Between Trade, FDI, and Economic Growth in Tunisia: An Application of The Autoregressive Distributed Lag Model", *Economic Systems*, 38, 269-287.
- Bende-Nabende, Anthony (2002). *Globalisation, FDI and Sustainable Development: Thory, Evidence and Policy*. England: Ashgate Publishing.
- Bende-Nabende, Anthony ve James L. Ford (1998). "FDI, Policy Adjustment and Endogenous Growth: Multiplier Effects From a Small Dynamic Model for Taiwan, 1959-1995", *World Development*, 26(7), 1315-1130.
- Bengoa, Marta ve Sanchez-Robles, Blanca (2003). "Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Growth: New Evidence From Latin America", *European Journal of Political Economy*, 19, 529-544.
- Berber, Metin ve Bocutoğlu, Ersan (2016). Makro İktisada Giriş. 3. Baskı. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Berthelemy, Jean-Claude ve Démurger, Sylvie (2000). "Foreign Direct Investment and Economic Growth: Theory and Application to China", *Review of Development Economics*, 4(2), 140-155.
- Blalock, Garrick ve Getler, J. Paul (2008). "Welfare Gains From Foreign Direct Investment Through Technology Transfer to Local Suppliers", *Journal of International Economics*, 74, 402-421.
- Bleaney, Michael, Gemmell, Norman ve Kneller, Richard (2001). "Testing the Endogenous Growth Model: Public Expenditure, Taxation, and Growth over the Long-Run", *The Canadian Journal of Economics*, 34(1), 36-57.
- Blomström, Magnus (2002). "The Economics of International Investment Incentives", *Paris: OECD*, say:165-183.

- Blomström, Magnus, Lipsey, Robert E. ve Zejan, Mario (1994). "What Explains Developing Country Growth?", *NBER Working Paper No. 4132. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research*, Say:1-31.
- Blundell, Richard ve Bond, Stephen (1998). "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Blundell, Richard, Bond, Stephen ve Windmeijer, Frank (2000). "Estimation in Dynamic Panel Data Models: Improving on the Performance of The Standard GMM Estimator", *IFS Working Papers, No. W00/12*, Say: 1-46.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex ve Marcus, J. Alan (2012). *Essential of Investments*. Ninth Edition, McGraw-Hill: New York.
- Bond, Stephen R. (2002). "Dynamic Panel Data Models: A Guide to Micro Data Methods and Practice", *Portuguese Economic Journal*, 1, 141-162.
- Bond, Stephen, Hoeffler, Anke ve Temple, Jonathan (2001). "GMM Estimation of Empirical Growth Models", *CEPR Discussion Paper No. 3048*, Say: 1-33.
- Borensztein, Eduardo, De Gregorio, José ve Lee, Jong-Wha (1998). "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?", *Journal of International Economics*, 45, 115-135.
- Bosworth, Barry ve Collins M. Susan (1999). "Capital Inflows, Investment and Growth", *Tokyo Club Paper*, 12, 55-75.
- Calderon, Cesar ve Liu, Lin (2003). "The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, 72, 321-334.
- Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo ve Reinhart, Carmen M. (1996). "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*. 10(2), 123-139.
- Cameron, Colin A. ve Trivedi, Pravin K.(2005). *Microeconometrics Methods And Applications*. New York: Cambridge University Press.

- Campos, F. Nauro ve Kinoshita, Yuko (2002). "Foreign Direct Investment as Technology Transferred: Some Panel Evidence from the Transition Economies", *Manchester School*, 70(3), 398-419.
- Carkovic, Maria ve Levine, Ross (2002). "*Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth*", U of Minnesota Department of Finance Working Paper, Say:195-220.
- Case, E. Karl, Fair, C. Ray ve Oster, M. Sharon (2011). *Ekonominin İlkeleri*. Çev. E. Delikbaş, M. Karadağ ve M. Güçlü. Ankara: Palme Yayıncılık.
- Case, E. Karl, Fair, C. Ray ve Oster, M. Sharon (2012). *Principles of Economics*. Tenth Edition. Pearson Education.
- Cashin, Paul (1995). "Government Spending, Taxes and Economic Growth", *IMF Staff Papers*, 42(2), 237-269.
- Caves, E. Richard (1971). "International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment", *Economica*, 38, 1-27.
- Cecchetti, Stephen G. ve Kharroubi, Enisse (2012). "Reassessing the Impact of Finance on Growth", *BIS Working Papers No. 381, Bank for International Settlements*, Say:1-22.
- Chakraborty, Chandana ve Nunnenkamp, Peter (2008). "Economic Reforms, FDI, and Economic Growth in India: A Sector Level Analysis", *World Development*, 39(7), 1192-1212.
- Chee, Yen Li ve Nair, Mahendhiran (2010). "The Impact of FDI and Financial Sector Development on Economic Growth: Empirical Evidence from Asia and Oceania", *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 107-119.
- Cho, Joong-Wan (2003). "Foreign Direct Investment: Determinants, Trends in Flows and Promotion Policies". *Investment Promotion and Enterprise Development Bulletin for Asia and the Pacific*, 5, 99-112.
- Choe, Jong Il (2003). "Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth?", *Review of Development Economics*, 7(1), 44-57.

- Choong, Chee-Keong ve Lim, Kian-Ping (2009). "Foreign Direct Investment, Financial Development, and Economic Growth: The Case of Malaysia", *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 2(1), 13-30.
- Choong, Chee-Keong, Baharumshah, Ahmad Zubaidi, Yusop, Zulkornain ve Habibullah, Muzafar Shah (2010). "Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis", *Japan and the World Economy*, 22, 107-117.
- Chowdhury, Abdur ve Mavrotas, George (2006). "FDI & Growth: What Causes What?", *WIDER Conference on "Sharing Global Prosperity, Helsinki, Say: 1-18*.
- Chukwuemeka, Ekeocha P., Stella, Ekeocha C., Victor, Malaolu ve Onyema Oduh, M. (2012). "Modelling the Long Run Determinants of Foreign Portfolio Investment in Nigeria", *Journal of Economic and Sustainable Development*, 3(8), 194-205.
- Čihák, Martin, Kunt-Demirgüç, Aslı, Feyen, Erik ve Levine, Ross (2012). "Benchmarking Financial System around the World", *Policy Research Working Paper No: 6175*, 1-58.
- Clegg, Jeremy ve Scott-Green, Susan (1999). "The Determinants of New FDI Capital Flows into The EC: a Statistical Comparison of The USA and Japan", *Journal of Common Market Studies*, 37, 597-616.
- Coeurdacier, Nicolas ve Guibaud, Stephane (2011). "International Portfolio Diversification is Better Than You Think", *Journal of International Money and Finance*, 30, 289-308.
- Cyper, M. James ve Dietz, L. James (2004). *The Process of Economic Development*. 2 Edition. Routledge: London ve Newyork.
- Daly, Kevin ve Xuan, V. Vo (2013). "The Determinants of Home Bias Puzzle in Equity Portfolio Investment in Australia". *International Review of Financial Analysis*, 27, 34-42.
- De Gregorio, Jose ve Guidotti, E. Pablo (1995). "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 23(3), 443-448.

- De Mello, Luiz R. (1997). "Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: a Selective Survey", *The Journal of Development Studies*, 34, 1-34.
- De Mello, Luiz R. (1999). "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence From Time Series and Panel Data", *Oxford Economic Papers*, 51, 133-151.
- De Santis, Roberto A. ve Lührmann, Melanie (2009). "on Determinants of Net International Portfolio Flows: a Global Perspective". *Journal of International Money and Finance*, 28, 880-901.
- De Vita, Glaucio ve Kyaw, Khine S. (2008). "Determinants of FDI and Portfolio Flows to Developing Countries: A Panel Co-integration Analysis", *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 13(13), 161-168.
- Deichmann, Joel, Karidis, Socrates ve Sayek, Selin (2003). "Foreign Direct Investment in Turkey: Regional Determinants", *Applied Economics*, 35(16), 1767-1778.
- Deidda, Luca ve Fattouh, Bassam (2002). "Non Linearity Between Finance and Growth". *Economics Letters*, 74(3), 339-345.
- Dixon, William J. ve Boswell, Terry (1996). "Dependency, Disarticulation, and Denominator Effects: Another Look at Foreign Capital Penetration", *American Journal of Sociology*, 102(2), 543-562.
- Doğukanlı, Hatice (2017). *Uluslararası Finans*. 5.Baskı. Adana: Karahan Kitabevi.
- Dornbusch, Rudiger ve Fischer, Stanley (1998). *Makroekonomi*. Çev. E. Yıldırım, S. Ak, M. Fisunoğlu ve R. Yıldırım. Ankara: Akademi Yayınları.
- Duasa, Jarita ve Kassim, Salina H. (2009). "Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia", *The Pakistan Development Review*, 48, 109-123.
- Dunning H. John ve Diyard, R. John (1999). "Towards a General Paradigm of Foreign Direct and Foreign Portfolio Investment", *Transnational Corporations*, 8, 1-52.
- Dunning, H. John and Lundan, M. Sarianna (2008). *Multinational Enterprises and The Global Economy, Second Edition*. USA: Edward Elgar Publishing.

- Durham, J. Benson (2003). "Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth", *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers No.757*, Say:1-35.
- Durham, J. Benson (2004). "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth", *European Economic Review*, 48, 285-306.
- Dutta, Nabamita ve Roy, Sanjukta (2011). "Foreign Direct Investment, Financial Development and Political Risks", *The Journal of Developing Areas*, 44(2), 303-327.
- Edwards, Sebastian (1993). "Openness, Trade Liberalization, and Growth in Developing Countries", *Journal of Economic Literature*, 31(3), 1358-1393.
- Egly, Peter V., Johnk, David W. ve Liston, Daniel P. (2010). "Foreign Portfolio Investment Inflows to the United States: The Impact of Risk Aversion and US Stock Market Performance", *North American Journal of Finance and Banking Research*, 4(4), 25-41.
- Eğilmez, Mahfi (2009), *Makroekonomi*, 11.baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, Mahfi (2014). *Örneklerle Kolay Ekonomi*. 8.Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Elitza, Mileva (2008). "The Impact of Capital Flows on Domestic Investment in Transition Economies", *ECB Working Paper, No. 871*, 1-35.
- Erdoğan, Ali (2016). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği*. 2. Basım. Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Eregba, P.B. (2012). "The Dynamic Linkages between Foreign Direct Investment and Domestic Investment in ECOWAS Countries: A Panel Cointegration Analysis", *African Development Review*, 24(3), 208-220.
- Ericsson, Johan ve Irandoust, Manuchehr (2001). "On The Causality Between Foreign Direct Investment and Output: A Comparative Study". *The International Trade Journal*, 15(1), 1-26.

- Errunza, Vihang (2001). "Foreign Portfolio Equity Investment, Financial Liberalization, and Economic Development", *Review of International Economics*, 9(4), 703-726.
- European Central Bank (2005). "Monthly Bulletin January 2005/01". <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200501en.pdf>. Erişim Tarihi: 19. Ağustos 2019.
- Evans, Kimberly (2002). "Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences, and Integration", *OCDE Global Forum on International Investment: Attracting Foreign Direct Investment for Development*, say:1-10.
- Feeny, Simon, Iamsiraroj, Sasi ve McGillivray, Mark (2014). "Growth and Foreign Direct Investment in the Pacific Island countries", *Economic Modelling*, 37, 332-339.
- Feldstein, Martin (2000). "Aspects of Global Economic Integration: Outlook for The Future". *National Bureau of Economic Research. Working paper*: 7899.
- Fernandez-Arias, Eduardo ve Haousman, Ricardo (2000). "Is FDI a Safer From of Financing", *IADB Research Department Working Paper*, 416.
- Ferreira, Miguel A. ve Laux, Paul A. (2009). "Portfolio Flows, Volatility and Growth". *Journal of International Money and Finance*, 28, 271-292.
- Forbes, J. Kristin (2010). "Why Do Foreigners Invest in The United States", *Journal of International Economics*, 80, 3-21.
- Frankel, Jeffrey. A. ve Romer, David H. (1999). "Does Trade Cause Growth?", *American Economic Review*, 89, 379-399.
- Gani, Azmat (2007). "Governance and Foreign Direct Investment Links: Evidence from Panel Data Estimations", *Applied Economics Letters*, 14, 753-756.
- Ghirmay, Teame (2004). "Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis", *African Development Review*, 415-432.

- Gillis, Malcolm. vd. (1996). *Economic of Development*. 4. Edition. W.W. North & Company: New York London.
- Gönel, Doğaner Feride (2010), *Kalkınma Ekonomisi*. Birinci Baskı. İstanbul: Efil Yayınevi.
- Gui-Diby, Steve Loris (2014). “Impact Of Foreign Direct Investments on Economic Growth in Africa: Evidence from Three Decades of Panel Data Analyses”, *Research in Economics*, 68, 248-256.
- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic Econometrics*. Fourth Edition. New York: Tata McGraw Hill.
- Gwenhamo, Farayi ve Fedderke, W. Johannes (2013). “The Composition of Foreign Capital Stocks in South Africa: The Role of Institutions, Domestic Risk and Neighborhood Effects”, *Economic Modeling*, 35, 763–770.
- Haider, A. Muhammad, Khan A. Muhammad ve Abdulahi, Elyas (2016). “Determinants of Foreign Portfolio Investment and Its Effects on China”, *International Journal Economics and Finance*, 8(12), 143-150.
- Haile, Getinet ve Assefa, Hirut (2006). “Determinants of Foreign Direct Investment in Ethiopia: a Time Series Analysis”, *University of Westminster*, Say:1-27.
- Hansen, Henrik ve Rand, John (2006). “On The Causal Links between FDI and Growth in Developing Countries”, *The World Economy*, 29(1), 21-41.
- Hara, Masayuki ve Razafimahefa, Ivohasina F. (2005). “The Determinants of Foreign Direct Investments into Japan”, *Kobe University Economic Review*, 51, 21-34.
- Hassan, M. Kabir, Sanchez, Benito ve Yu, Jung-Suk (2011). “Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51, 88–104.
- Hattari, Rabin ve Rajan, S. Ramkishan (2011). “How Different are FDI and FPI Flows?: Distance and Capital Market Integration”, *Journal of Economic Integration*, 26(3), 499-525.

- Hayes, F. Andrew (2009). "Beyond Baron and Kenny: Statistical Mediation Analysis in the New Millennium", *Communication Monographs*, 76(4), 408-420.
- Hayes, F. Andrew (2013). *Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach*. New York (2013): The Guilford Press.
- Hermes, Niels ve Lensink, Robert (2003). "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth", *The Journal of Development Studies*, 38, 142-163.
- Herzer, Dierk, Klasen, Stephan ve Nowak-Lehmann, D. Felicitas (2008). "In search of FDI-led growth in developing countries: The way forward". *Economic Modelling*, 25(5), 793-810.
- Hicks, N. ve Streeten, P. (1976). "Indicators of Development: The Search for a Basic Needs Yardstick", *World Bank Reprint Series*, 104, 567-580.
- Hsiao, Frank S.T. ve Hsiao, Mei-Chu W. (2006). "FDI, Exports, and GDP in East and Southeast Asia-Panel Data Versus Time-Series Causality Analyses", *Journal of Asian Economics*, 17, 1082-1106.
- Huang, Ho-Chuan ve Lin, Shu-Chin (2009). "Non-Linear Finance-Growth Nexus", *Economics of Transition*, 17(3), 439-466.
- Iamsiraroj, Sasi (2016). "The Foreign Direct Investment- Economic Growth Nexus", *International Review of Economics and Finance*, 42, 116-133.
- Iamsiraroj, Sasi ve Ulubaşoğlu M. Ali (2015). "Foreign Direct Investment and Economic Growth: a Real Relationship or Wishful Thinking?", *Economic Modelling*, 51, 200-213.
- Ibrahim, T. R. ve Akinbobola, T. O. (2017). "Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria Democratic", *Settings Journal of Economics and Sustainable Development*, 8(5), 33-52.
- International Monetary Fund [IMF], (1993). *Balance of Payments Manual*. Washington D.C. USA.

- International Monetary Fund [IMF], (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual*. Sixth Edition. Washington D.C, USA.
- International Monetary Fund [IMF], 2002. *International Investment Position: A Guide to Data Sources*. International Monetary Fund. Statistics Department. Washington, D.C. USA.
- İbrahim, Omer Ali ve Hassan, Hisham Mohamed (2013). “Determinants of Foreign Direct Investment in Sudan: An Econometric Perspective”, *The Journal of North African Studies*, 18(1), 1-15.
- İslam, Nazrul (1995). “Growth Empirics: a Panel Data Approach”. *Quarterly Journal of Economics*, CX, 1127-1170.
- Jalil, Abdul ve Feridun, Mete (2011). “Impact of Financial Development on Economic Growth: Empirical Evidence From Pakistan”, *Journal of the Asia Pacific Economy*, 16(1), 71-80.
- Jalilian, Hossein ve Kirkpatrick, Colin (2005). “Does Financial Development Contribute to Poverty Reduction?”, *Journal of Development Studies*, 41(4), 636-656.
- Janicki, Hubert P. ve Wunnava, Phanindra V. (2004). “Determinants of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from EU Accession Candidates”, *Applied Economics*, 36,505-509.
- Johnson, Andreas (2006). “The Effects of FDI Inflows on Host Country Economic Growth”, *CESIS Working Paper Series, Paper No. 58*, Say, 1-57.
- Jyun-Yi, Wu ve Hsu, Chih-Chiang (2008). “Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Evidence From a Threshold Regression Analysis”, *Economic Bulletin*, Say: 1-10.
- Kahai, Simran (2004). *The Role of Foreign Direct Investment and Its Determinants*. New York: Palgrave Macmillan. Ed. H.S. Kehal. Foreign Investment in Developing Countries. New York: Palgrave Macmillan.
- Kar, Muhsin ve Taban, Sami (2003). “Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 145-196.

- Kar, Muhsin ve Tatlıöz, Fatma (2008). “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi”, *KMU İİBF Dergisi*, 14, 1-23.
- Kariuki, Caroline (2015). “The Determinants of Foreign Direct Investment in the African Union”, *Journal of Economics, Business and Management*, 3(3), 346-351.
- Karluk, Rıdvan (2009). *Uluslararası Ekonomi: Teori-Politika*. 9.Baskı İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Kaynak, Muhteşem (2007). *Kalkınma İktisadı*. 2. Baskı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kentor, Jeffrey (1998). “The Long-Term Effects of Foreign Investment Dependence on Economic Growth, 1940-1990”, *American Journal of Sociology*, 103(4), 1024-1046.
- Kentor, Jeffrey ve Boswell, Terry (2003). “Foreign Capital Dependence and Development: A New Direction”, *American Journal of Sociology*, 68, 301-313.
- Keskin, Nagehan (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayımlanmış Doktora Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Khaliq, Abdul ve Noy, Ilan (2007). “Foreign Direct Investment and Economic Growth: Empirical Evidence from Sectoral Data in Indonesia”, *A paper published by Andalas University, Indonesia*, Say: 1-28.
- Khan, Muhammad Arshad (2007). “Foreign Direct Investment and Economic Growth: The Role Of Domestic Financial Sector”, *PIDE Working Paper*, 18, 1-55.
- Khan, Rana. E. A. ve Nawaz, Muhammad Atif (2010). “Economic Determinants of Foreign Direct Investment in Pakistan”, *Kamla-Raj Enterprises Journal of Economics*, 1(2), 99-104.
- Khan, S.Mohsin ve Senhadji, S. Abdelhak (2001). “Threshold Effect in Relationship Between Inflation and Growth”, *IMF Staf Papers*, 48(1), 1-21.

- Kholdy, Shady ve Sohrabian, Ahmad (2005). "Financial Markets, FDI, and Economic Growth: Granger Causality Tests in Panel Data Model", *EFA 2005 Moscow Meeting*, 8, 1-32.
- Khrawish, Husni A. ve Siam, Walid Z. (2010). "Determinants of Direct Foreign Investment: Evidence from Jordan", *Peer-Reviewed & Open Access Journal*, 1(1), 67-75
- Kibritçioğlu, Aykut (1998). "İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 207-230.
- Kim, Dong-Hyeon ve Lin, Shu-Chin (2013). "Interrelationships among Banks, Stock Markets and Economic Growth: an Empirical Investigation", *Applied Economics*, 45(31), 4385-4394.
- King, G. Robert ve Levine, Ross (1993). "Finance and Growth: Schumpert Might be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- King, G. Robert ve Levine, Ross (1993a). "Finance, Entrepreneurship, and Growth", *Journal of Monetary Economics*, 32, 513-542.
- King, G. Robert ve Rebelo, Sergio (1990). "Public Policy and Economic Growth: Developing Neoclassical Implications", *Journal of Political Economy*, 98, 126-150.
- Kinoshita, Yuko ve Lu, Chia-Hui (2006). "On The Role Of Absorptive Capacity: FDI Matters to Growth", *William Davidson Institute Working Paper Number 845*, Say:1-31.
- Klein, Michael ve Olivei, Giovanni (2008). "Capital Account Liberalization, Financial Depth, And Economic Growth", *Journal of International Money and Finance*, 27(6), 861-875.
- Krkoska, Libor (2001). "Foreign Direct Investment Financing of Capital Formation in Central and Eastern Europe", *European Bank for Reconstruction and Development Working paper No.67*, 1-19.

- Lall, Pooran, Norman, David. W. ve Featherstone, Allen. M. (2003). "Determinants of U.S. Direct Investment in the Caribbean", *Applied Economics*, 35, 1485-1496.
- Law, Siong Hook ve Singh, Nirvikar (2014). "Does Too Much Finance Harm Economic Growth?", *Journal of Banking & Finance*, 41, 36-44.
- Lay, Lucia ve Wickramanayake, Jayasinghe (2007). "Role of Inward Foreign Portfolio Investment in Transition of Singapore to a High Income Economy: First 25 Years", *ICFAI Journal of International Business*, 2(4), 7-23.
- Lee, Chien-Chiang ve Chang, Chun-Ping (2009). "FDI, Financial Development, and Economic Growth: International Evidence", *Journal of Applied Economics*, 12(2), 249-271.
- Lee, Hyun-Hoon, Huh, Hyeon-seung ve Kim, W. Joong. (2012). "Cross-Border Portfolio Investment in the APEC Region", *Japan and the World Economy*, 24(1), 44-56.
- Lensink, Robert ve Morrissey, Oliver (2006). "Foreign Direct Investment: Flows, Volatility, and The Impact on Growth", *Review of International Economic*, 14(3), 478-493.
- Levi, D. Maurice (2009). *International Finance*. Fifth Edition. Routledge: London ve Newyork.
- Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, Ross (1998). "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth", *Journal of Money, Credit and Banking*, 30(3), 596-693.
- Levine, Ross (2003). "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85, 31-46.
- Levine, Ross (2005). *Finance And Growth: Theory And Evidence*. in Handbook of Economic Growth, ed. P Aghion, S Durlauf. Amsterdam: North-Holland Elsevier. Say: 865-934.

- Levine, Ross ve Carkovic, Maria (2002). “Finance and Growth: New Evidence and Policy Analyses for Chile”, *Working Papers Central Bank of Chile, Vol:157*, Say: 1-43.
- Levine, Ross ve Renelt, David (1992). “a Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions”, *The American Economic Review*, 82(4), 942-963.
- Levine, Ross ve Zervos, Sara (1998). “Stock Markets, Banks, And Economic Growth”, *The American Economic Review*, 88(3), 537-558.
- Li, Xiaoying ve Liu, Xiaming (2005). “Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogenous Relationship”, *World Development*, 33(3), 393-407.
- Lind, J. Thori ve Mehlum, Halvor (2010). “With or Without U? The Appropriate Test for a U-Shaped Relationship”, *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, 72(1), 109-118.
- Lipsey, E. Robert ve Sjöholm, Fredric (2004). “Foreign Direct Investment, Education And Wages in Indonesian Manufacturing”, *Journal of Development Economics*, 73, 415–422.
- Ljungwall, Christer ve Li, Junjie (2007). “Financial Sector Development, FDI and Economic Growth in China”, *China Center for Economic Research*, Say:1-37.
- Lo Duca, Marco (2012). “Modelling the Time Varying Determinants of Portfolio Flows to Emerging Markets”, *ECB Working Paper No:1468*, Say:1-23.
- Lo, Chen-Chang, Yaling, Lin, Chi, Tsung-Li ve Jude, Joseph D. (2013). “Foreign Direct Investment Inflows in Haiti: Its Determinants and Impact on Economic Growth”, *Business Management Dynamics*, 2 (9), 36-50.
- Louzi, Basem Mohammed ve Abadi, Abeer (2011). “The Impact of Foreign Direct Investment on Economic Growth in Jordan”, *IJRRAS*, 8(2), 253-258.
- Love, James H. ve Hidalgo, Francisco L.(2000). “Analysing the Determinants of US Direct Investment in Mexico”, *Applied Economics*, 32(10), 1259-1267.

- Lynch, David (1996). "Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries", *The Development Economies*, 1-31.
- Lyroudi, Katerina, Papanastasiou, John ve Vamvakidis, Athanasios (2004). "Foreign Direct Investment and Economic", *South Eastern Europe Journal Of Economics*, 1, 97-110.
- Makki, Shiva S. ve Somwaru, Agapi (2004). "Impact Of Foreign Direct Investment and Trade on Economic Growth: Evidence from Developing Countries", *Amer. J. Agr. Econ*, 83(3), 795-801.
- Mallick, Sushanta ve Moore, Tomoe (2008). "Foreign Capital in a Growth Model". *Review of Development Economics*, 12, 143-159.
- Mankiw, N. Gregory, Romer, David ve Weil, David N. (1992). "a Contribution to the Empirics of Economic Growth", *NBER Working Paper No:3541*, Say:1-45.
- Markusen, R. James ve Venables, J. Anthony (1999). " Foreign Direct Investment as a Catalyst for Industrial Development, *European Economic Review*, 43(2), 335-356.
- Marwah, Kanta ve Tavakoli, Akbar (2004). "The Effect of Foreign Capital and Imports on Economic Growth: Further Evidence from Four Asian Countries", *Journal of Asian Economics*, 15, 399-413.
- McLean, Ben ve Shrestha, Sona (2002). "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper*, Say:1-27.
- Mencinger, Joze (2003). "Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth?", *KYKLOS*, 56(4), 491-508.
- Mishkin, S. Frederic ve Eakins, G. Stanley (2018). *Financial Market and Institutions*. Ninth Edition: Pearson Education.
- Mody, Ashoka ve Murshid, Antu Panini (2005). "Growing Up with Capital Flows", *Journal of International Economics*, 65, 249-266.

- Mohamed, Sufian. E., ve Sidiropoulos, Moise G. (2010). "Another Look at the Determinants of Foreign Direct Investment in MENA Countries: an Empirical Investigation", *Journal of Economic Development*, 35, 75-95.
- Mohammadvandnahidi, Mohammad Reza, Jaberikhosroshahi, Nasim ve Norouzi, Davoud (2012). "The Determinants of Foreign Direct Investment in Iran: Bounds Testing Approach", *Ekonomika Istraživanja*, 25(3), 560-579.
- Moolman, CE, Roos, EL; Le Roux, J. ve Du, Toit C. (2006). "Foreign Direct Investment: South Africa's Elixir Of Life?", *University of Pretoria Department of Economics Working Paper Series*, 05,1-30.
- Moosa, A. Imad (2002). *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*. London: Palgrave.
- Moreno, Ramon (2000). "What Explains Capital Flows", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*.
- Mucuk, Mehmet (2011). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Teori ve Türkiye Uygulamaları*. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Nafziger, E. Wayne (2006). *Economic Development*. 4 ed. Cambridge University Press: Newyork.
- Nair-Reichert, Usha ve Weinhold, Diana (2001). "Causality Tests For Cross-Country Panels: A New Look At FDI And Economic Growth In Developing Countries", *Oxford Bulletin of Economics And Statistics*, 63(2), 153-171.
- Najaf, Khakan ve Najaf, Rabia (2016). "Impact of Foreign Portfolio Investment on The Development of Pakistan", *Journal of Business Management and Economics*, 4, 37-41.
- Narula, Rajneesh ve Dunning H. John (2000). "Industrial Development, Globalization and Multinational Enterprises: New Realities for Developing Countries", *Oxford Development Studies*, 28(2), 141-167.
- Narvaez, R. C. (2004). "The Composition of Public Expenditure and Economic Growth Inflow and Middle-Income Countries", *OIDA International Journal of Sustainable Development*, 5(6), 39-50.

- Naudé, W. A.ve Krugell, W. F. (2007). “Investigating Geography and Institutions as Determinants of Foreign Direct Investment in Africa Using Panel Data”, *Applied Economics*, 39, 1223-1233.
- Nonnenberg, M. Braga ve M.J. Cardoso de Mendonça 2004. “The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries”, *In Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia Proceedings of the 32nd Brazilian Economics Meeting*. Say:1-20.
- Nonnenberg, Marcelo Braga ve Mendonça, Mario Jorge Cardoso (2004). “The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries”, *ANPEC, Anais Do XXXII Encontro Nacional de Economia*, Say:1-20.
- Nunnenkamp, Peter ve Spatz, Julius (2003). “Foreign Direct Investment and Economic Growth in Developing Countries: How Relevant Are Host-Country and Industry Characteristics?”, *Kiel Working Paper No 1176*, Say: 1-48.
- O’Sullivan, Arthur, Sheffrin, M. Steven ve Perez, J. Stephen (2018). *Economics Principles, Applications, and Tools*. Ninth Edition. Pearson Education.
- Obwona, B. Marios (2001). “Determinants of FDI and Their Impact on Economic Growth in Uganda”, *African Development Review*, 13, 46-81.
- Omran, Mohammed ve Bolbol, Ali(2003). “Foreign Direct Investment, Financial Development, and Economic Growth Evidence form the Arab Countries”, *Review of Middle East Economics and Finance*, 1(3), 231-241.
- Omri, Anis ve Kahouli, Bassem (2014). “Causal Relationships between Energy Consumption, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Fresh Evidence from Dynamic Simultaneous-Equations Models”, *Energy Policy*, 67, 913–922.
- Onyeiwu, Steve ve Shrestha, Hemanta (2004). “Determinants of Foreign Direct Investment in Africa”, *Journal of Developing Societies*, 20, 89-106.
- Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD], (2001). Yabancı portföy yatırımlarının tanımı <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=2092>. Erişim Tarihi: 13 Ağustos 2018.

- Organisation for Economic Co-operation and Development [OECD], (2008). *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*. Fourth Edition. OECD Publishing.
- Oxelheim, Lars ve Wihlborg, Clas (2008). *Corporate Decision-Making with Macroeconomic Uncertainty: Performance and Risk Management*. Newyork: Oxford University Press.
- Özkan, Gökmen (2018). *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları*. İstanbul: Cinius Yayınları.
- Pagano, Marco (1993). “Financial Market and Growth, An Overview”, *European Economic Review*, 37, 613-622.
- Pal, Parthapratim (2006). “Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India”, *Draft Paper Submitted for the Annual Conference on Development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World*, Sao Paulo, Say: 18-20.
- Parasız, İlker ve Ekren, Nazım (2016). *Uluslararası Finans ve Küresel Finans Krizi*. 2. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Pegkas, Panagiotis (2015). “The Impact of FDI on Economic Growth in Eurozone Countries”, *The Journal of Economic Asymmetries*, 12, 124-132.
- Petras, James and Veltmeyer, Henry (2007). *Multinationals on Trial: Foreign Investment Matters*. England: Ashgate Publishing.
- Portes, Richard ve Rey, Helene (2005). “The Determinants of Cross-Border Equity Flows”, *Journal of International Economics*, 65(2), 269– 296.
- Pradhan, Rudra Prakash (2010). “Financial Deepening, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Are They Cointegrated”, *International Journal of Financial Research*, 1(1), 37-43.
- Preacher, J. Kristopher ve Hayes, F. Andrew (2008). “Asymptotic and Resampling Strategies for Assessing and Comparing Indirect Effects in Multiple Mediator Models”, *Behavior Research Methods*, 40(3), 879-891.

- Ramasamy, Bala ve Yeung, Matthew. (2010). "The Determinants of Foreign Direct Investment in Services", *World Economy*, 33(4), 573-596.
- Reinhart, Carmen ve Talvi, Ernesto (1998). "Capital Flows and Saving in Latin America and Asia: a Reinterpretation", *Journal of Development Economics*, 57, 45-66.
- Reisen, Helmut ve Soto, Marcelo (2001). "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", *International Finance*, 4(1), 1-14.
- Rioja, Felix ve Valev, Neven (2004). "Does One Size Fit All?: A Reexamination of The Finance and Growth Relationship", *Journal of Development Economics*, 74, 429-477.
- Rioja, Felix ve Valev, Neven (2004a). "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", *Economic Inquiry*, 42(1), 127-140.
- Roodman, David (2009a). "How to Do xtabond2: an Introduction to Difference and System GMM in Stata", *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Roodman, David (2009b). "Ractitioners' Corner A Note on the Theme of Too Many Instruments", *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, 71(1), 135-158.
- Root, Franklin R. ve Ahmed, Ahmed A. (1979), "Empirical Determinants of Manufacturing Direct Foreign Investment Developing Countries", *Economic Development and Cultural Change*, 27, 751-767.
- Rousseau, Peter L. ve Wachtel, Paul (2011). "What Is Happening to The Impact of Financial Deepening on Economic Growth?", *Economic Inquiry*, in pres, Say:1-23.
- Ruxanda, Gheorghe ve Muraru, Andreea (2010). "FDI and Economic Growth. Evidence from Simultaneous Equation Models", *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 1, 1-14.
- Sahay, Ratna, Martin Cihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe, Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzenka, ve Seyed Reza Yousefi (2015). "Rethinking Financial Deepening:

- Stability And Growth in Emerging Markets”, *IMF Staff Discussion Note 15/08*. Washington: International Monetary Fund (May), Say:1-41.
- Sakali, Christina (2013). “Determinants of Foreign Direct Investment in Bulgaria: An Econometric Analysis Using Panel Data”, *East-West Journal Economics and Business*, 16(1), 73-97.
- Sala-i-Martin, Xavier (1995). “The Clasical Approach to Convergence Anlaysis”. *Economic Working Paper No:117*, Say:1-22.
- Salvatore, Dominick (2013). *International Economics*. 11th edition. United States of America: John Wiley and Sons Inc. Press.
- Sarkar, Prabirjit (2007). “Does Foreign Direct Investment Promote Growth? Panel Data and Time Series Evidence from Less Developed Countries, 1970-2002”, *MPRA Paper No. 5176*, 6, 1-23.
- Schneider, Friedrich ve Frey, Bruno S. (1985), “Economic and Political Determinants of ForeignDirect Investment,”, *World Development*, 13(2), 161-175.
- Seyidoğlu, Halil (2015). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*. 20. Baskı İstanbul: Güzel Cay Yayınları.
- Seyidoğlu, Halil (2016). *Uluslararası Finans*. 6.Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sghaier, Imen Mohamed ve Abida, Zouheir (2013). “Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth: Empirical Evidence from North African Countries”, *Journal of International and Global Economic Studies*, 6(1), 1-13.
- Shahbaz, Muhammad ve Rahman, Mohammad Mafizur (2012). “The Dynamic of Financial Development, Imports, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Cointegration and Causality Analysis in Pakistan”, *Global Business Review*, 13(2), 201-219.
- Shahrudin, Nursuhaili, Yusof, Zarinah ve Satar, NurulHuda Mohd. (2010). “Determinants of Foreign Direct Investments in Malaysia: What Matters Most?”, *International Review of Business Research Papers*, 6(6), 235-245.

- Shaikh, Faiz Muhammad ve Shar, Amir Hussain (2010). "Causality Relationship between Foreign Direct Investment, Trade and Economic Growth in Pakistan", *Asian Social Science*, 6(9), 1-8.
- Shan, Jordan (2002). "a VAR Approach to the Economics of FDI in China", *Applied Economics*, 34(7), 885-893.
- Shanab, A. Sameh (2017). "The Effect Of Foreign Portfolio Investment (FPI) On Capital Market Indices (Evidence From Amman Stock Exchange)", *International Review Of Management And Business Research*, 6(4), 1469-1477.
- Shen, Chung-Hua ve Lee, Chien-Chiang (2006). "Same Financial Development Yet Different Economic Growth: Why?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(7), 1907-1944.
- Sichei, Moses M., Kinyondo, Godbertha (2012). "Determinants of Foreign Direct Investment in Africa: A Panel Data Analysis", *Global Journal of Management and Business Research*, 12(18), 85-97.
- Solnik, Bruno ve McLeavey, Dennis (2003). *International Investments*. Ninth Edition: Pearson Education.
- Soto, Marcelo (2000). "Capital Flows and Growth in Developing Countries: Recent Empirical Evidence", *OECD Development Center, Technical Paper No 160*, Say:1-31.
- Strauss, T. (1998). "Is There Difference Between Developed and Developing Countries?", *Working Paper Series in Economic and Finance No:275*, 1-34.
- Taban, Sami (2016). *İktisadi Büyüme Kavram ve Modeller*. 4. Basım. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Taban, Sami ve Kar, Muhsin (2006). "Beşeri Sermaye ve Ekonomik Büyüme: Nedensellik Analizi, 1969-2001", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 159-182.
- Tatoğlu, Yerdelen Ferda (2018a). *Panel Veri Ekonometrisi*. 4. Baskı. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

- Tatoğlu, Yerdelen Ferda (2018b). *İleri Panel Veri Analizi*. 3. Baskı. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Thomas, Douglas E., ve Grosse, Robert. (2001). "Country-of-Origin Determinants of Foreign Direct Investment in An Emerging Market: The Case of Mexico", *Journal of International Management*, 7(1), 59-79.
- Todaro, P. Michael ve Smith, C. Stephen (2015). *Economic Development*. 12 ed. Pearson Education: New Jersey.
- Trevino, Len J., Daniels, D. John ve Arbelaez, Harvey (2002) "Market Reform and FDI in Latin America: An Empirical Investigation", *Transnational Corporations*. 2, 29-48.
- Trevino, Len. J., John D. Daniels, Harvey Arbelaez ve Kamal P. Upadhyaya (2002). "Market Reform and Foreign Direct Investment in Latin America: Evidence from an Error Correction Model", *International Trade Journal*, 16(4), 367- 392.
- Tsen, Wong Hock (2005). "The Determinants of Foreign Direct Investment in Manufacturing Industry of Malasia: an Empirical Study", *Journal of Cooperation*, 26(2), 91-110.
- Tsuru, Kotaro (2000). "Finance and Growth: Some Theoretical Considerations, and a Review of the Empirical Literature", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 228. 1-53.
- Tuman, John. P. ve Emmert, Craig. F. (2004). "The Political Economy of U.S. Foreign Direct Investment in Latin America: A Reappraisal", *Latin American Research Review*, 39(3), 9-28.
- Umoh, Okon J., Jacob, Augustine O. ve Chuku, A. Chuku (2012). "Foreign Direct Investment and Economic Growth in Nigeria: an Analysis of the Endogenous Effects", *Current Research Journal of Economic Theory*, 4(3), 53-66.
- United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], (1998). *World Investment Report, Trend and Determinants*. United Nations Publication.
- United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], (1999). *United Nations Conference On Trade And Development*. "Comprehensive Study Of The

Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)".

United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], (2008). *World Investment Report, Transnational Corporations and The Infrastructure Challenge*. United Nations Publication.

United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], (2008). *World Investment Report, The Shift Towards Services*. United Nations Publication.

United Nations Development Programme [UNDP], (2016a), Sustainable Development Goals,
http://www.undp.org/content/dam/undp/library/Sustainable%20Development/1_Poverty_Jan15_digital.pdf. Erişim Tarihi: 25 Temmuz 2018.

United Nations Development Programme [UNDP], (1990), *Human Development Report*. Oxford University Press: New York.

United Nations Development Programme [UNDP], (1996), *Human Development Report*. Oxford University Press: New York.

United Nations Development Programme [UNDP], (2016), *Human Development Report*. Oxford University Press: New York.

Verma, Radheshyam ve Prakash, Anand (2011). "Sensitivity of Capital Flows to Interest Rate Differentials: An Empirical Assessment for India", RBI Working Paper 7., 1-42.

Vijayakumar, Narayanamurthy, Sridharan, Perumal ve Rao, Kode Chandra (2010). "Determinants of FDI in BRICS Countries: A Panel Analysis", *Journal of Business Science and Applied Management*, 5(2), 1-13.

Vogiatzoglou, Klimis (2007). "Vertical Specialization and New Determinants of FDI: Evidence from South and East Asia", *Global Economic Review*, 36(3), 245-266.

Wang, Miao (2010). "Foreign Direct Investment and Domestic Investment in The Host Country: Evidence From Panel Study", *Applied Economics*, 42: 3711-3721.

- Wang, Miao ve Wong, M. C. Sunny (2009). “FDI, Education, and Economic Growth: Quality Matters”. *Atlantic Economic Journal*, 39, 103-115.
- Waqas, Yahya, Hasmi, H. Shujahat ve Nazir, I. Muhammad (2015). “Macroeconomic Factors and Foreign Portfolio Investment Volatility: a Case of South Asian Countries”, *Future Business Journal*, 1, 65-74.
- Wheeler, David ve Mody Ashoka (1992). “International Investment Location Decisions: the Case of U.S. Firms”, *Journal of International Economics*, 33, 57-76.
- Wintoki, M. Babajide, Linck, S. James ve Netter N. Jeffry (2012). “Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Second Edition. LondonÇ The MIT Press Cambridge, Massachusetts.
- World Bank (2017). *New Country Classifications by Income Level: 2017-2018*. <https://blogs.worldbank.org/opendata/new-country-classifications-income-level-2017-2018>. Erişim Tarihi: 26 Ağustos 2019.
- World Bank (2018). *World Development Indicators*. Washington: The World Bank.
- World Bank (2018a). *Financial Development and Structure Database*. Washington: The World Bank.
- World Bank (2020). *World Development Indicators*. Washington: The World Bank.
- Xosé, A. Rodriguez ve Palas, Julio (2008), “ Determinants of Foreign Direct Investment in Spain”, *Applied Economics*, 40(19), 2443-2450.
- Xu, X. Eleanor (2008). “Global Fixed Income Markets and Portfolio Management”. *Advance\$ In International Inve\$tmnt\$ Traditional and Altarnative Approaches*. Editör: Fung, Hung-Gay, Xu, X. Eleanor ve Yau, Jot. World Scientific.
- Yalçın, Kürşat (2005). “Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB’ de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19(2), 395-406.

- Yalçiner, Kürşat (2008). *Uluslararası Finansman*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Yang, Haizhen, Xiong, Yuan ve Ze, Yujing (2013). “A Comparative Study of Determinants of International Capital Flows to Asia and Latin American Emerging Countries”, *Procedia Computer Science*, 17, 1258-1265.
- Yang, Yung Y. ve Yi, Myung Hoon (2008). “Does financial Development Cause Economic Growth? Implication for Policy in Korea”, *Journal of Policy Modeling*, 30, 827-840.
- Yao, Shujie (2006). “On Economic Growth, FDI and Exports in China”. *Applied Economics*, 38, 339-351.
- Yıldırım, Kemal (2011). *İktisada Giriş*. Ed. K. Yıldırım. Ankara: Pelikan Yayıncılık.
- Yıldız, Zafer ve Topuz, Hüseyin (2011). “Sosyal Sermaye ve Ekonomik Kalkınma İlişkisi Açısından Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, *Sosyal Siyaset Konferansları*, 61, 201-226.
- Ying, Y.-H. & Kim, Y. (2001). “An Emprical Analysis on Capital Flows: The Case of Korea and Mexico”, *Southern Economic Journal*, 67 (4), 54-968.
- Yol, Marial A. ve Teng, Ngie Teng (2009). “Estimating the Domestic Determinants of Foreign Direct Investment Flows in Malaysia: Evidence from Cointegration and Error-Correction Model”, *Jurnal Pengurusan*, 28, 3-22.
- Zadeh, Hossein Ahmad ve Madani, Yaser (2012). “Financial Market Development, FDI and Economic Growth in Iran”. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(1), 228-230.
- Zekarias, Seiko Minota (2015). “The Impact of Foreign Direct Investment (FDI) On Economic Growth in Eastern Africa: Evidence from Panel Data Analysis”, *Applied Economics and Finance*, 3(1), 145-160.
- Zhang, H. Kevin (2001a). “How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth in China?”, *Economic of Transition*, 9(3), 679-693.
- Zhang, H. Kevin (2006). “Foreign Direct Investment and Economic Growth in China: A Panel Data Study for 1992-2004”, *Conference of WTO, China and Asian*

Economies, University of International Business and Economics, Beijing, China.
Say:1-18.

Zhang, Kevin Honglin (2001). “Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Evidence from East Asia and Latin America”, *Contemporary Economic Policy*, 19(2), 175-185.

Zhao, Changwen ve Du, Jiang (2007). “Causality between FDI and Economic Growth in China”, *The Chinese Economy*, 40(6), 68-82.

