

Güneydoğu Asya Uluslar Birliği (ASEAN) Ekonomilerinde Finansal Gelişme ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi*

Şerif CANBAY**

ÖZET

Bu çalışma, Güneydoğu Asya Uluslar Birliği'nin Kurucu Beşlisi'ni oluşturan Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland'da doğrudan yabancı yatırımlar ve finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki nedensel ilişkisini incelemektedir. 1980-2021 dönemi için panel bootstrap nedensellik testi kullanılarak yapılan analiz, doğrudan yabancı yatırımlar ve finansal gelişmişlik değişkenlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin ülkeden ülkeye değiştiğini göstermektedir. Elde edilen bulgulara göre, Endonezya'da doğrudan yabancı yatırımlar büyümeyi pozitif yönde etkilerken, finansal gelişmişlik ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Malezya'da benzer şekilde doğrudan yabancı yatırımlar büyümeyi teşvik ederken, finansal gelişmişliğin büyüme üzerindeki etkisi negatif yönlüdür. Filipinler'de finansal gelişmişlik büyümeyi desteklerken, doğrudan yabancı yatırımların büyümeye olumsuz etkisi gözlemlenmiştir. Singapur ve Tayland'da hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de finansal gelişmişlik büyüme üzerinde olumsuz etkiye sahiptir.

Anahtar Kelimeler: Güneydoğu Asya Uluslar Birliği, ASEAN Ülkeleri, Ekonomik Büyüme, Finansal Gelişme

Jel Sınıflandırması: C33, F21, F43, G15

The Impact of Financial Development and Foreign Direct Investments on Economic Growth in the Economies of the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN)

ABSTRACT

This study examines the causal relationship between foreign direct investment, financial development, and economic growth in the Founding Five of the Association of Southeast Asian Nations: Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand. Using the panel bootstrap causality test for the period 1980–2021, the analysis reveals that the impact of foreign direct investment and financial development on economic growth varies across countries. The findings indicate that in Indonesia, foreign direct investment positively influences economic growth, whereas financial development has a negative impact. Similarly, in Malaysia, foreign direct investment fosters economic growth, while financial development negatively affects growth. In the Philippines, financial development supports economic growth, whereas foreign direct investment has a negative impact. In both Singapore and Thailand, foreign direct investment and financial development negatively influence economic growth.

Keywords: Association of Southeast Asian Nations, ASEAN Countries, Economic Growth, Financial Development

Jel Classification: C33, F21, F43, G15

* Published by The Journal of Accounting and Finance. This article is published under the Creative Commons Attribution (CC BY 4.0) licence.

Makale Gönderim Tarihi: 24.02.2025, **Makale Kabul Tarihi:** 21.03.2025, **Makale Türü:** Araştırma Makalesi

** Doç. Dr., Mudanya Üniversitesi, Sanat ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Ekonomi ve Finans Bölümü, serif.canbay@mudanya.edu.tr, ORCID: 0000-0001-6141-7510.

1. GİRİŞ

Ekonomik büyüme, ulusların refah düzeyini artırmada ve küresel rekabet gücünü geliştirmede temel bir faktör olarak kabul edilmektedir (Barro ve Sala-i-Martin, 2004:23). Bu bağlamda, Küresel ekonomide istikrarlı makroekonomik politikalar, yatırım ortamının iyileştirilmesi ve finansal sistemlerin gelişimi, ekonomik büyüme açısından kritik rol oynamaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, finansal reformları teşvik ederek yabancı yatırımcıları çekmeyi ve sermaye akışlarını istikrarlı hale getirmeyi hedeflemektedirler. Bu süreçte, merkez bankalarının para politikaları, mali disiplinin sağlanması ve finansal sektör düzenlemeleri, piyasa güvenini artırmada temel unsurlar olarak öne çıkmaktadır (IMF, 2024:55-59).

Makroekonomik istikrarın sağlanması, yabancı yatırımların ülkeye girişini kolaylaştırarak ekonomik büyümeye doğrudan katkıda bulunmaktadır. Özellikle gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde, yabancı yatırımların verimli sektörlere yönlendirilmesi daha kolay olup, bu durum uzun vadeli büyüme oranlarını artırmaktadır (IMF, 2024:63). Dolayısıyla gelişmekte olan ülkeler için de sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında, yerel finansal piyasaların etkinliği ve yabancı yatırımların üretken sektörlere yönlendirilmesi kritik bir rol oynamaktadır (Levine, 2005:878-882). Yapılan ampirik çalışmalar, güçlü finansal sistemlere sahip ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlarının (Foreign Direct Investment (FDI)) ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin daha belirgin olduğu ve bu ülkelerin uzun vadeli kalkınma hedeflerine daha hızlı ulaşabildiği gösterilmektedir (Alfaro vd., 2004:94-108).

Bu çalışma, Güneydoğu Asya Uluslar Birliği'nin (Association of Southeast Asian Nations (ASEAN)) kurucu beşlisini (ASEAN-5) oluşturan Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland'da FDI ile finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki nedensel ilişkisini incelemeyi amaçlamaktadır. 1980-2021 dönemi ele alınarak, panel bootstrap nedensellik testi yöntemi kullanılarak ampirik bir analiz gerçekleştirilecektir.

ASEAN, 1967 yılında ekonomik büyümeyi teşvik etmek, siyasi istikrarı güçlendirmek ve bölgesel iş birliğini artırmak amacıyla kurulmuştur (Hussey, 1991:87). Balasubramanyam vd. (1996:92-104) çalışmasına göre, ticaretin serbestleştirilmesi FDI girişlerini artırırken, bu yatırımların daha verimli kullanımı sayesinde ekonomik büyüme ivme kazanmaktadır. Bu

bağlamda, ASEAN-5, ekonomik reformlar, serbest ticaret politikaları ve yatırım teşvikleri aracılığıyla FDI çekerek küresel ekonomiye entegrasyonlarını güçlendirmiş ve böylece ekonomik büyüme ivmesini artırmıştır (Kawai ve Naknoi, 2015:17-26; ASEAN Secretariat ve UNCTAD, 2022:109-112).

ASEAN ülkeleri, son on yılda doğrudan yabancı yatırımları artırarak ekonomik kalkınmalarını hızlandırmış ve finansal altyapılarını güçlendirmişlerdir. Ancak, bu yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin finansal gelişmişlik düzeyine göre nasıl şekillendiği henüz net bir şekilde ortaya konmamıştır. Bu çalışma, FDI'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini finansal gelişmişlik bağlamında inceleyerek, gelişmekte olan ülkeler için yatırım politikalarının etkinliğini artırmaya yönelik stratejik çıkarımlarda bulunmayı hedeflemektedir. Finansal sistemlerin güçlü olduğu ülkelerde FDI'nin büyümeye daha fazla katkı sağladığı düşüncesi, ampirik olarak test edilerek ASEAN-5 ekonomileri için geçerliliği değerlendirilecektir.

Bu çalışma, panel bootstrap nedensellik testi kullanarak FDI-finansal gelişmişlik-büyüme ilişkisini güçlü ekonometrik yöntemlerle analiz eden nadir çalışmalardan biridir. Literatürde, FDI'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda araştırma bulunmasına rağmen, finansal gelişmişliğin bu ilişkide oynadığı aracı rol üzerine yapılan çalışmalar sınırlıdır. Özellikle ASEAN bölgesi özelinde yapılan araştırmalar, genellikle FDI'nin doğrudan etkilerine odaklanmış, ancak finansal gelişmişlik düzeyinin FDI'nin etkinliğini nasıl değiştirdiği yeterince araştırılmamıştır.

2. TEORİK ALTYAPI

FDI ve finansal gelişmişlik, ekonomik büyüme üzerinde önemli etkilere sahip iki temel unsurdur. FDI, sermaye girişleri, teknoloji transferi ve işgücü piyasasında verimlilik artışı gibi mekanizmalar yoluyla ekonomik büyümeyi teşvik ederken, finansal gelişmişlik bu süreçlerin etkinliğini artırarak yatırımların daha verimli yönlendirilmesini sağlamaktadır.

Neoklasik büyüme modeli, ekonomik büyümenin temel bileşenleri olarak sermaye birikimi, işgücündeki artış ve teknolojik gelişmeyi vurgulamaktadır (Solow, 1956:66-68). Bu modele göre, FDI, sermaye birikimini artırarak ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır.

Ancak her ne kadar sermaye birikimi ekonomik büyümeyi destekliyor olsa da, bu etkinin uzun vadede azalan getiri prensibi nedeniyle sınırlı kalacağı da öngörülmektedir (Solow, 1956:68-70). FDI, teknoloji transferi ve sermaye verimliliğini artırarak ekonomik büyümeye katkı sağlayabilir. Ancak, bu etkinin gerçekleşebilmesi için ev sahibi ülkede belirli bir insan sermayesi seviyesinin bulunması gerekmektedir (Borensztein vd., 1998:116-120).

Yerel finansal piyasaların gelişmiş olması, FDI'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini güçlendirmekte ve teknoloji transferi ile sermaye verimliliğini artırarak bu süreci desteklemektedir (Alfaro vd., 2004:90-104). Bu bağlamda, finansal sistemlerin gelişmiş olması, FDI'nin ekonomik büyümeye olan katkısını artırarak sermaye tahsisinin etkinliğini yükseltebilir. Gelişmiş finansal yapılar, teknoloji transferinin daha verimli gerçekleşmesine olanak sağlayabilir (Asteriou ve Moudatsou, 2014:48-56). Ancak, Bommadevara ve Sakharkar'ın (2021:471-473) çalışmasına göre, güçlü kurumsal yapıların ve istikrarlı makroekonomik temellerin FDI girişlerini teşvik ettiği, buna karşılık ekonomik politika belirsizliğinin FDI'yı caydırabileceği belirtilmektedir.

Finansal sistemlerin gelişmesinin ekonomik büyümeyi nasıl teşvik ettiğini ele alan McKinnon-Shaw Hipotezi, finansal serbestleşmenin ve gelişmiş finansal sistemlerin yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi teşvik ettiğini savunmaktadır. Finansal baskılar kaldırıldığında, tasarruf oranları artarak, sermaye tahsisi daha verimli hale gelmekte bu ise büyüme hızını artırmaktadır (McKinnon 1973:5-18; Shaw, 1973:15-45). Diğer taraftan finansal gelişmişlik ve ekonomi büyüme özelinde Levine (1997:689-691), finansal gelişmişliğin ekonomik büyümenin temel belirleyicilerinden biri olduğunu ileri sürmektedir. Finansal piyasalar, bilgi asimetrisini azaltarak yatırımların etkinliğini artırmakta, riski dağıtmakta ve girişimciler için sermaye sağlayarak ekonomik faaliyetleri desteklemektedir. Ayrıca bu çalışmada, bankacılık sistemleri ve sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde ekonomik büyümenin daha hızlı ve sürdürülebilir hale geldiği vurgulanmaktadır. Özellikle finansal sistemlerin etkin işleyişinin kaynak tahsisinin verimliliğini artırarak büyümeyi desteklediği ifade edilmektedir.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde, FDI'nin büyümeyi teşvik ettiğini öne süren çalışmaların yanı sıra, etkisinin sınırlı veya bağlamsal faktörlere göre değiştiğini gösteren araştırmalar da bulunmaktadır. Bu

araştırmacılarından biri olan Borensztein vd. (1998:123), yeterli insan sermayesine sahip ülkelerde FDI'nin teknoloji transferi yoluyla ekonomik büyümeyi desteklediğini ifade etmiştir. Benzer şekilde, Globerman ve Shapiro'ın (2003:19-21) çalışmasında insan sermayesi ve inovasyon altyapısı güçlü ülkelerde FDI'nin bilgi transferini hızlandırarak büyümeye katkı sağladığı belirtilmektedir.

Alfaro vd. (2004:101) çalışmasında, gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelerde FDI'nin yatırımları daha verimli yönlendirdiği ve böylece ekonomik büyümenin teşvik edildiği vurgulanmıştır. Bevan ve Estrin (2004:775-777) tarafından, politik ve ekonomik istikrarın yanı sıra AB üyeliği gibi faktörlerin, FDI'nin uzun vadeli büyümeye olan katkısını güçlendirdiği ortaya konulmuştur. Rodríguez ve Pallas (2008:2445-2447) tarafından, yüksek işgücü kalitesinin FDI'nin büyüme üzerindeki etkisini artırdığı tespit edilmiştir.

An vd. (2025:92) çalışmasında, gelişmekte olan Asya ülkelerinde finansal gelişimin belirli bir eşiği aştığında FDI'nin büyümeye olan etkisinin arttığı, ancak aşırı finansal gelişimin bu etkinin azalmasına neden olabileceği gösterilmiştir. Çalışmada, FDI ve finansal gelişim arasındaki ilişkinin ters-U şeklinde bir dinamiğe sahip olduğu, finansal derinliğin belirli bir noktadan sonra FDI'nin büyümeye katkısını zayıflattığı, ancak finansal erişim ve etkinliğin büyümeyi desteklemeye devam ettiği vurgulanmıştır. Son olarak, Sahoo (2024:1) tarafından Hindistan üzerine yapılan çalışmada, finansal sistemin gelişmiş olduğu eyaletlerde FDI'nin ekonomik büyümeyi desteklediği, ancak finansal gelişmişlik seviyesi düşük olduğunda FDI'nin uzun vadede negatif etkiler yaratabileceği ortaya konulmuştur.

Bu bulgular doğrultusunda, FDI'nin ekonomik büyümeye olan katkısının, ev sahibi ülkenin kurumsal yapısına ve makroekonomik istikrarına bağlı olduğu anlaşılmaktadır. Güçlü finansal sistemlere, nitelikli işgücüne ve sağlam kurumsal altyapıya sahip ülkelerde FDI, sermaye ve teknoloji transferini hızlandırarak büyümeyi desteklemektedir.

Bazı çalışmalarda, FDI'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin her zaman olumlu olmayabileceği ortaya konulmuştur. Örneğin, Schneider ve Frey (1985:161-165) tarafından, politik belirsizlik ve zayıf kurumsal yapıların FDI'nin büyümeye katkısını sınırlayabileceği belirtilmiştir. Benzer şekilde, Alfaro vd. (2004:101) tarafından, gelişmemiş finansal sistemlere sahip ülkelerde FDI'nin etkisinin sınırlı kalabileceği veya olumsuz sonuçlar doğurabileceği

vurgulanmıştır. Buchanan vd. (2012:81-83) tarafından, zayıf kurumsal yapıların FDI'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini olumsuz yönde şekillendirdiği öne sürülmüştür. Son olarak, Asteriou ve Moudatsou (2014:57) tarafından, düşük gelirli ülkelerde FDI'nin doğrudan büyümeye katkısının zayıf olduğu ve finansal altyapının gelişmemiş olduğu bölgelerde bu etkinin daha da azaldığı tespit edilmiştir. Bu bulgularla, FDI'nin büyümeye etkisinin ev sahibi ülkenin finansal altyapısı, kurumsal kalitesi ve politik istikrarına bağlı olarak değiştiği gösterilmiştir.

FDI'nin genel olarak büyüme üzerinde tutarlı ve belirgin bir etkisi olmadığını öne süren çalışmalara da literatürde rastlamak mümkündür. Bu çalışmalardan bazıları Aitken ve Harrison (1999:605-617), Li ve Resnick (2003:175), Lensink ve Morrissey (2006:478) ve Asteriou ve Moudatsou (2014:54)'a ait olan çalışmalardır.

Bu bulgular ışığında, FDI'nin ekonomik büyümeye olan katkısının ev sahibi ülkenin makroekonomik istikrarı, finansal gelişmişliği ve kurumsal altyapısı ile şekillendiği ve bu faktörler yetersiz olduğunda beklenen büyüme etkisinin ortaya çıkmayabileceği anlaşılmaktadır.

Finansal gelişme, ekonomik büyüme üzerinde farklı etkiler yaratabilen önemli bir süreç olarak değerlendirilmektedir. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan olumlu etkilerine yönelik çalışmalar kapsamında, Greenwood ve Jovanovic (1990:1076) tarafından, finansal kalkınmanın ekonomik büyümeyi desteklediği ve uzun vadeli gelir artışını teşvik ettiği belirtilmiştir. King ve Levine (1993:513) tarafından, gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelerde uzun vadeli ekonomik büyümenin daha güçlü olduğu ortaya konulmuştur. Levine ve Zervos (1998:537) tarafından, finansal piyasaların gelişiminin sermaye birikimini ve üretkenliği artırarak büyümeyi desteklediği gösterilmiştir. Beck vd. (2000:261) tarafından, finansal aracılık sistemlerinin gelişmiş olduğu ülkelerde ekonomik büyümenin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Levine (2005:866) tarafından, finansal derinleşmenin inovasyonu teşvik ederek ekonomik büyümeye katkı sağladığı ifade edilmiştir. Ak vd. (2016:151), 1989-2011 dönemi için Türkiye'de finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini Toda-Yamamoto testiyle analiz etmiştir. Temel bileşenler analizi ile oluşturulan finansal gelişme endeksi kullanılarak gerçekleştirilen inceleme, ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi yönlendirdiğini ortaya koymuştur. Benzer şekilde, İnançlı vd. (2016:36) ise 1997-

2014 dönemi kapsamında D-8 ülkelerinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmış ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olumlu katkı sağladığını tespit etmiştir. Son olarak, Abdul-Bahri'nin (2019:1) finansal gelişmişlik ve FDI ilişkisini ele alan çalışmasında, finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin U şeklinde bir eğri takip ettiği ve belirli bir seviyeye ulaşıldığında büyümeyi teşvik ettiği ortaya konulmuştur.

Finansal gelişmişlik genellikle ekonomik büyümeyi destekleyen bir faktör olarak görülse de, bu ilişkinin her zaman pozitif olmayabileceği bazı çalışmalar tarafından öne sürülmektedir. Arcand vd. (2012:105) tarafından geliştirilen Aşırı Finans Hipotezi (Too Much Finance Hypothesis), finansal gelişmişliğin belirli bir seviyeden sonra ekonomik büyümeye zarar verebileceğini savunmaktadır. Çalışmada, özel sektöre verilen kredinin gayrisafi yurt içi hasılanın %100'üne ulaştığında finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki etkisinin negatif hale geldiği tespit edilmiştir. Bu çerçevede, finansal gelişmişliğin belirli bir eşiği aşmasının ekonomik istikrar ve büyüme açısından risk oluşturabileceği vurgulanmaktadır.

Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye olan olumsuz etkilerini ele alan başka çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, Arestis ve Sawyer (2005:1-42) tarafından, bazı ülkelere finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi yavaşlattığı, finansal liberalleşmenin ekonomik krizleri tetikleyebileceği ve bu durumun büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratabileceği öne sürülmüştür. Orhangazi (2008:863) tarafından, finansal gelişmenin üretken yatırımlardan ziyade spekülasyon faaliyetlerine yönelerek ekonomik büyümeye zarar verdiği tespit edilmiştir. Çalışmada, finansal gelişmenin reel sektör yatırımlarını azalttığı ve firmaların kısa vadeli finansal kazançları artırmaya odaklanarak uzun vadeli üretken yatırımlardan uzaklaştığı gösterilmiştir. Son olarak, Palley (2013:145-155) tarafından, finansal sektörün aşırı büyümesinin ekonomik krizleri tetikleyebileceği ve büyüme istikrarını bozabileceği savunulmuştur. Bu çalışmalar, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi sınırlandırabilecek olumsuz yönleri olduğunu ve bazı durumlarda finansal spekülasyonun üretken yatırımların önüne geçerek ekonomik istikrarı tehdit edebileceğini ortaya koymuştur.

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin belirsiz, etkisiz veya her zaman destekleyici olmadığına yönelik çalışmalar da bulunmaktadır (Demetriades ve Hussein, 1996:387; Shan vd., 2001:443; Rousseau ve Wachtel, 2011:276; Asteriou ve Moudatsou, 2014:48). Bu çalışmalarda, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin

lkeler ve ekonomik koşullara bağlı olarak değişebileceği ve bu ilişkinin her zaman doğrudan ve belirgin olmadığı gösterilmiştir.

Genel olarak, finansal gelişmenin ekonomik büyümeye etkisi tek yönlü bir ilişki olmaktan uzak olup, ülkenin finansal yapısı, kurumsal altyapısı ve makroekonomik dengelerine bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Finansal gelişmenin belli bir seviyeye kadar büyümeyi teşvik ettiği, ancak aşırı finansal gelişmenin ekonomik istikrarı tehdit edebileceği bazı çalışmalar tarafından öne sürülmektedir. Dolayısıyla, sürdürülebilir ekonomik büyüme için dengeli ve etkin bir finansal sistemin oluşturulması kritik bir öneme sahiptir.

4. VERİ SETİ

Bu alışma, ASEAN'ın kurucu beşlisi olan Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland için 1980-2021 dönemine ait verileri analiz etmektedir. Çalışmanın modelinde, ekonomik büyüme (GRW), doğrudan yabancı yatırımlar (FDI) ve finansal gelişmişlik endeksi (FIN) değişkenleri yer almaktadır. Araştırmanın temel sınırlılığı, FIN değişkenine ilişkin verinin 1980-2021 döneminin kapsamıyla şekillenmektedir.

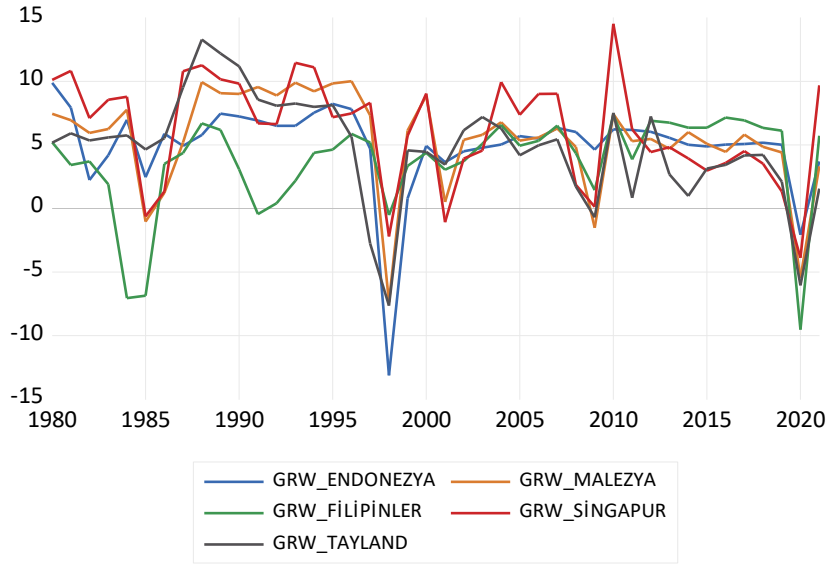
GRW, gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYİH) yıllık yüzdelik büyüme oranını ifade etmektedir. Bu oran, sabit yerel para birimi cinsinden hesaplanarak enflasyondan arındırılmış bir ekonomik büyüme göstergesi sunmaktadır. lkeler arası karşılaştırmayı kolaylaştırmak adına Dünya Bankası tarafından sabit 2015 fiyatları baz alınarak küresel ölçekte karşılaştırılabilir hale getirilmekte ve ABD doları cinsinden ifade edilmektedir (WB, 2025:1).

FDI, yabancı yatırımcılar tarafından bir ülke ekonomisinde faaliyet gösteren işletmelere yapılan yatırımların, ekonomiden çıkan yabancı yatırımlar düşüldükten sonra kalan toplamını ifade etmektedir. En az %10 oy hakkı sağlayan yatırımlar doğrudan yatırım olarak değerlendirilmekte olup, zkaynak sermayesi, karların yeniden yatırılması ve sermaye akışlarını kapsamaktadır. FDI'nin ekonomik büyüklükle kıyaslanabilir olması için GSYİH'ye oranlanarak hesaplanmaktadır (WB, 2025:1).

FIN, finansal sistemin gelişmişlik düzeyini ölçen bir endekstir. Finansal kurumlar (bankacılık, sigorta ve finansal aracılar) ile finansal piyasaların (sermaye piyasalarının derinliği, erişilebilirliği ve etkinliği) performansını değerlendirir. Finansal gelişmişlik,

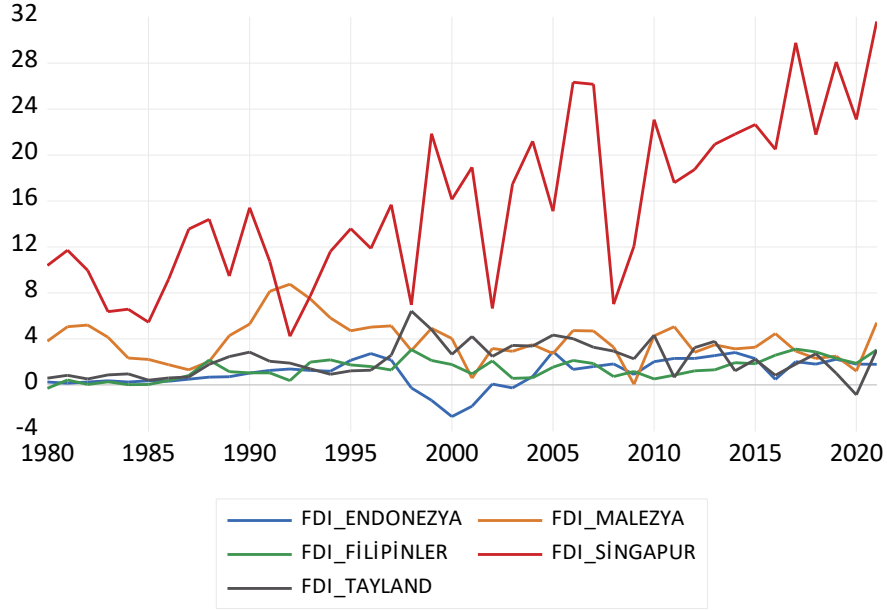
ekonomik büyüme ve finansal istikrar açısından kritik olup, ülkeler arası karşılaştırmalar ve finansal sistemin izlenmesi amacıyla kullanılmaktadır (IMF, 2025:1).

Değişkenlere ait grafikler Şekil 1, 2 ve 3'te yer almaktadır.



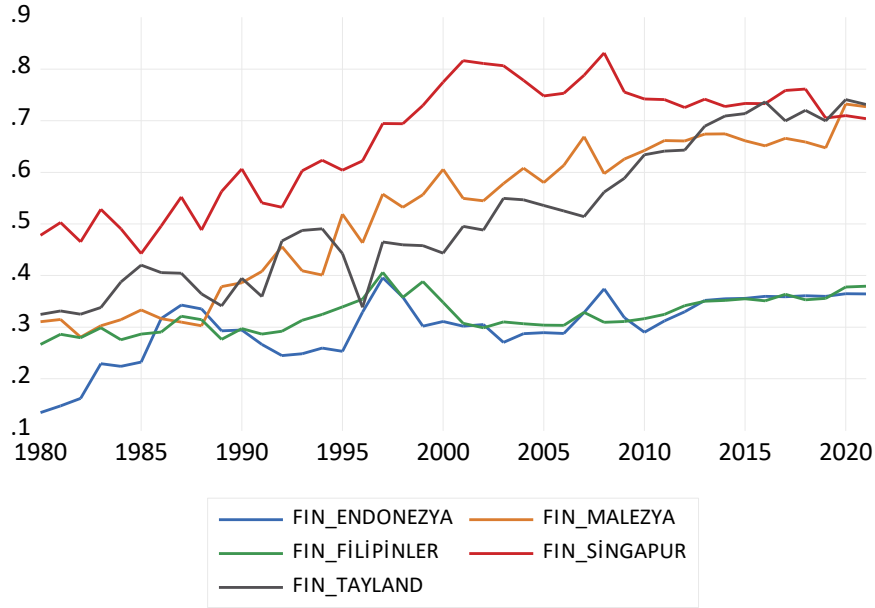
Şekil 1. ASEAN-5 Ülkelerinde İktisadi Büyüme Oranlarının Seyri

Şekil 1'e göre 1980-2021 dönemi boyunca ülkelerin büyüme oranları dalgalı bir seyir izlemekte, özellikle küresel kriz dönemlerinde belirgin düşüşler yaşanmaktadır. 1997-1998 yıllarında tüm ülkelerde büyüme oranlarında sert bir gerileme meydana gelmekte, bu durum Asya finans krizinin etkisini yansıtmaktadır. Benzer şekilde, 2008-2009 küresel finans krizinde de ciddi düşüşler görülmekte, ancak toparlanma süreci görece hızlı gerçekleşmektedir. 2020 yılına gelindiğinde ise tüm ülkelerde sert bir ekonomik daralma yaşanmakta, bu durum COVID-19 pandemisinin küresel ekonomi üzerindeki olumsuz etkisini ortaya koymaktadır. Singapur'un büyüme oranları diğer ülkelere kıyasla daha dalgalı bir seyir izlerken, Filipinler ve Endonezya daha istikrarlı bir büyüme eğilimi görülmektedir. Genel olarak, ASEAN-5 ülkeleri küresel ekonomik krizlerden ve bölgesel şoklardan etkilenmekle birlikte, kriz sonrası toparlanma eğiliminin sürdüğü ifade edilebilir.



Şekil 2. ASEAN-5 Ülkelerinde Doğrudan Yabancı Yatırımların Gelişimi

Şekil 2’de görüldüğü üzere Singapur’un FDI oranları diğer ülkelere kıyasla belirgin şekilde yüksek bir seyir izlemekte ve zamanla artış göstermektedir. Özellikle 2000 sonrası Singapur’un doğrudan yabancı yatırımları istikrarlı bir şekilde yükselmekte ve dalgalanmalara rağmen genel eğilim yukarı yönlü olmaktadır. Diğer ülkeler nispeten daha düşük seviyelerde FDI girişine sahip olmakta, ancak belirli dönemlerde artışlar yaşanmaktadır. Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland için FDI seyri görece daha dengeli ilerlemekte, ancak dönemsel dalgalanmalar gözlemlenmektedir. Genel olarak ASEAN-5 ülkeleri içinde Singapur, küresel yatırımlar açısından en cazip destinasyon olarak öne çıkarken, diğer ülkeler daha sınırlı ancak istikrarlı bir yatırım akışı sergilemektedir.



Şekil 3. ASEAN-5 Ülkelerinde Finansal Gelişmişlik Endeksinin Eğilimi

Şekil 3 incelendiğinde dönem boyunca tüm ülkelerde finansal gelişmişlik genel olarak artış eğiliminde ilerlemekte, ancak ülkeler arasında farklı seviyelerde bir gelişim süreci izlenmektedir. Singapur, başlangıçtan itibaren en yüksek finansal gelişmişlik seviyesine sahip ülke olarak öne çıkmakta ve 2000’li yıllardan itibaren bu konumunu korumaktadır. Malezya ve Tayland, finansal gelişmişlik açısından orta seviyede yer almakta ve zaman içinde kademeli bir artış göstermektedir. Endonezya ve Filipinler ise nispeten daha düşük bir seviyede yer almakta ve diğer ülkelere kıyasla daha sınırlı bir büyüme sergilemektedir. Genel olarak, ASEAN-5 ülkelerinde finansal gelişmişlik zamanla artış gösterirken, Singapur açık ara lider konumda bulunmakta ve Malezya ile Tayland’ın gelişimi bu süreci takip etmektedir.

Çalışmanın kurgulanan modeli ve değişkenler arasındaki ilişkiler, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

➤ **Model:** $GRW = f(FDI, FIN)$

Çalışma modelinde, bağımlı değişken olarak GRW kullanılmış olup, bu değişken FDI ve FIN değişkenleri tarafından açıklanmaya çalışılacaktır.

5. YÖNTEM VE BULGULAR

Bu çalışmada, GRW değişkeninin FDI ve TAX değişkenleri tarafından nasıl etkilendiğini belirlemek amacıyla Kónya (2006:978-983) tarafından geliştirilen panel bootstrap nedensellik testi uygulanacaktır. Bu testin en önemli avantajlarından biri, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi gerektirmemesi ve değişkenlerin durağanlık seviyelerinin incelenmesini zorunlu kılmamasıdır. Ancak testi uygulamadan önce, modellerde yatay kesit bağımlılığının varlığı belirlenmeli ve model katsayılarının homojen mi yoksa heterojen mi olduğu değerlendirilmelidir. Bu nedenle, çalışmanın ilk aşamasında yatay kesit bağımlılığı ve katsayıların heterojenlik durumu analiz edilmelidir. Bu değerlendirmelerin tamamlanmasının ardından, çalışmanın ikinci aşamasında Kónya tarafından geliştirilen panel bootstrap nedensellik testi uygulanacaktır.

5.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi ve Bulgular

Panel veri analizlerinde, bir ülkede meydana gelen bir şokun diğer ülkeleri de etkileyebileceği anlamına gelen yatay kesit bağımlılığının göz ardı edilmesi, analiz sonuçlarının hatalı olmasına yol açabilir (Pesaran, 2021:16, 24). Bu nedenle, bu çalışmada örneklemeindeki ülkeler arasındaki yatay kesit bağımlılığını test etmek amacıyla literatürde yaygın olarak kullanılan yöntemler uygulanacaktır. Bu yöntemler arasında Breusch ve Pagan'ın (1980:239-251) BP_{LM} testi, Pesaran'ın (2021:18) CD_{LM} testi, Pesaran vd. (2008:108) LM_{adj} testi ve Baltagi'nin (2012:167) LM_{BC} testi bulunmaktadır.

Yatay kesit bağımlılığını test etmek amacıyla oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

- **H₀:** Modelde yatay kesit bağımlılığı yoktur.
- **H₁:** Modelde yatay kesit bağımlılığı vardır.

Her bir testten elde edilen test istatistiklerinin olasılık değerlerinin %10, %5 ve %1 gibi istatistiksel anlamlılık düzeylerinden küçük olması durumunda, H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu sonuç, modelde yatay kesit bağımlılığının mevcut olduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

Çalışmaya ilişkin yatay kesit bağımlılığı test sonuçları Tablo 1'de detaylı bir şekilde sunulmaktadır. Bu tablo, her bir testin olasılık değerleri ile istatistiksel anlamlılık düzeyleri değerlendirilmektedir.

Tablo 1. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Test	Test İstatistikleri	p-değer
BP_{LM}	139.33*	0.001
LM_{adj}	28.92*	0.001
LM_{BC}	28.85*	0.001
CD_{LM}	11.32*	0.001

* %1 anlamlılık düzeylerinde sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Test sonuçlarına göre, Tüm testlerin p-değerleri 0.001 olup, bu değer %1 anlamlılık düzeyinde sıfır hipotezinin reddedildiğini ifade etmektedir. Bu sonuçlar, tüm modellerde yatay kesit bağımlılığının var olduğunu güçlü bir şekilde göstermektedir.

5.2. Homojenlik Testi ve Bulgular

Panel bootstrap nedensellik testinin önemli bir ön koşulu, model katsayılarının heterojen olmasıdır. Örneklemdaki her bir ülkenin eğim katsayılarının aynı değere sahip olması durumunda model homojen kabul edilirken, eğim katsayılarının ülkeler arasında farklılık göstermesi durumunda modelin heterojen bir yapıda olduğu kabul edilmektedir.

Bu çalışmada, katsayıların homojenlik veya heterojenlik durumları, Swamy'nin (1970:311-312) geliştirdiği "Rassal Katsayılar Modeli" temel alınarak, Pesaran ve Yamagata'nın (2008:62) önerdiği delta (Δ) ve düzeltilmiş delta (Δ_{adj}) test istatistikleri ile değerlendirilecektir.

Modelin homojenliğini test etmek için hipotezler şu şekilde tanımlanmıştır:

- **H₀:** Model homojendir.
- **H₁:** En az bir ülkeye ait katsayı farklıdır; model heterojendir.

Bu test istatistiklerinden elde edilen olasılık değerlerinin %10, %5 veya %1 gibi istatistiksel anlamlılık düzeylerinden küçük olması durumunda H₀ reddedilmekte ve bu sonuç,

modele ait eğim katsayılarının ülkeler arasında farklılık gösterdiğini, yani modelin heterojen olduğunu ifade etmektedir.

Homojenliğe ilişkin test sonuçları Tablo 2'de sunulmaktadır:

Tablo 2. Homojenlik Test Bulguları

Test	Test İstatistikleri	p-değeri
Δ	1.013	0.311
Δ_{adj}	2.266*	0.023

* %5 anlamlılık düzeylerinde sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 2'de sunulan homojenlik test bulgularına göre, Δ testi için hesaplanan test istatistiği 1.013 olup, p-değeri 0.311'dir. Bu sonuç, modelin homojen olduğu yönündeki sıfır hipotezinin reddedilemediğini göstermektedir. Ancak, Δ_{adj} testi, küçük örneklemelerde daha güçlü sonuçlar sağlayan düzeltilmiş bir versiyon olup, daha güvenilir bir değerlendirme sunmaktadır (Pesaran ve Yamagata, 2008:50-93).

Δ_{adj} testi için hesaplanan test istatistiği 2.266 ve p-değeri 0.023 olarak bulunmuş olup, bu değer %5 anlamlılık düzeyinde sıfır hipotezinin reddedildiğini ve model katsayılarının heterojen bir yapıya sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından önerilen Δ_{adj} testinin küçük örneklemelerde daha güvenilir sonuçlar vermesi nedeniyle, bu testin sonucuna dayalı olarak modelin heterojen olduğu kabul edilmektedir. Kónya (2006) panel bootstrap nedensellik testi, model katsayılarının heterojen olması gereken bir yöntem olduğundan, Δ_{adj} testine göre heterojenlik tespit edildiği için uygulanabilir durumdadır.

Kónya (2006) panel bootstrap nedensellik testi, model katsayılarının heterojen olmasını gerektirdiğinden, bu sonuçlar testin uygulanması için gerekli metodolojik koşulların sağlandığını göstermektedir.

5.3. Panel Bootstrap Nedensellik Testi ve Bulgular

Kónya (2006), En Küçük Kareler (Ordinary Least Squares (OLS)) yöntemine kıyasla Görünüşte İlişkisiz Regresyon (Seemingly Unrelated Regression (SUR)) yönteminin daha etkin tahminler sağladığını savunarak, Zellner (1962:348-349) tarafından geliştirilen SUR

tahmincisine dayalı bir nedensellik testi önermektedir. Bu yöntemin temelinde, SUR sisteminde yer alan her bir eşitliğin Sims'in (1980:15-16) Vektör Otoregresif (Vector Autoregressive (VAR)) yaklaşımına dayanması yatmaktadır. Bu doğrultuda, Kónya (2006) tarafından geliştirilen test, SUR tahmincisi kullanılarak panel veri setlerinde değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerini daha etkin bir şekilde analiz etmeye olanak tanımaktadır.

Bu çalışmada, kullanılan değişkenler arasındaki ilişkiler SUR sistemi kullanılarak aşağıdaki şekilde modellenmektedir:

$$\left. \begin{aligned} GRW_{1,t} &= \varphi_{1,1} + \sum_{l=1}^{ml_GRW_1} \alpha_{1,1,l} GRW_{1,t-1} + \sum_{l=1}^{ml_FDI_1} \beta_{1,1,l} FDI_{1,t-1} + \sum_{l=1}^{ml_FIN_1} \gamma_{1,1,l} FIN_{1,t-1} + \xi_{1,1,t} \\ GRW_{2,t} &= \varphi_{1,2} + \sum_{l=1}^{ml_GRW_1} \alpha_{1,2,l} GRW_{2,t-1} + \sum_{l=1}^{ml_FDI_1} \beta_{1,2,l} FDI_{2,t-1} + \sum_{l=1}^{ml_FIN_1} \gamma_{1,2,l} FIN_{2,t-1} + \xi_{1,2,t} \\ &\vdots \\ GRW_{N,t} &= \varphi_{1,N} + \sum_{l=1}^{ml_GRW_1} \alpha_{1,N,l} GRW_{N,t-1} + \sum_{l=1}^{ml_FDI_1} \beta_{1,N,l} FDI + \sum_{l=1}^{ml_FIN_1} \gamma_{1,N,l} FIN_{2,t-1} + \xi_{1,N,t} \end{aligned} \right\}$$

Model, FDI ve FIN değişkenlerinin GRW üzerindeki nedensellik ilişkisini test etmek amacıyla kullanılmaktadır.

Denklemlerde, N ülkelerin sayısını ($i=1, 2, \dots, 5$), t ise zaman aralığını ($t=1980, 1981, \dots, 2021$) temsil etmektedir. Ayrıca, ml, gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. Bu gecikme uzunlukları, Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwartz Bilgi Kriteri (SC) değerlerinin en düşük seviyeye ulaştığı en uygun model seçimi doğrultusunda belirlenmektedir.

Analizde, değişkenler arasındaki ilişkilerin istatistiksel güvenilirliğini artırmak amacıyla 10.000 bootstrap tekrarına dayalı katsayılar ve kritik değerler türetilmiştir. Bu yöntem, örneklem dağılımının daha doğru tahmin edilmesini sağlayarak modelin istikrarını ve sonuçların sağlamlığını değerlendirmeye katkıda bulunmaktadır. Tablo 3'te bootstrap panel nedensellik test sonuçları sunulmaktadır.

Tablo 3. Panel Bootstrap Nedensellik Testi Bulguları

Ülkeler	Katsayılar		Hesaplanan Değerler	Kritik Değerler		
	FDI	FIN	Wald	10%	5%	1%
Endonezya	+	-	6.271**	3.800	5.412	9.795
Malezya	+	-	11.046*	3.773	5.479	9.714
Filipinler	-	+	5.422***	4.010	5.873	11.252
Singapur	-	-	7.478**	4.042	5.789	10.479
Tayland	-	-	5.982***	4.551	6.456	11.323

H₀: FDI ve FIN'in GRW üzerinde nedensellik etkisi yoktur.

*, ** ve *** Sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik ilişkisini ifade etmektedir.

Tablo 3'te sunulan bulgulara göre, FDI ve FIN değişkenlerinin GRW üzerindeki nedensellik etkisi ülkeler bazında farklılık göstermektedir. Wald test istatistikleri ve kritik değerler ışığında, her ülke için anlamlı bulunan nedensellik ilişkileri şu şekilde özetlenmektedir:

- Endonezya ve Malezya'da, FDI değişkeninden GRW'ye doğru pozitif yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Ancak, FIN değişkeni GRW üzerinde negatif yönlü bir nedensellik ilişkisine sahiptir, yani her iki ülkede finansal gelişmişlik endeksinin büyüme üzerindeki etkisi azalmaya neden olmaktadır.
- Filipinler'de, FIN değişkeninden GRW'ye doğru pozitif yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Ancak, FDI değişkeni GRW üzerinde negatif yönlü bir nedensellik ilişkisi sergilemektedir, bu da doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumsuz etkiler doğurabileceğine işaret etmektedir.
- Singapur ve Tayland'da, hem FDI hem de FIN değişkenlerinin GRW üzerinde negatif yönlü anlamlı bir nedensellik etkisi bulunmaktadır. Bu durum, doğrudan yabancı yatırımların ve finansal gelişmişlik seviyesinin ekonomik büyümeyi baskılayıcı etkiler yaratabileceğini göstermektedir.

Bu sonuçlar, FDI'nın Endonezya ve Malezya'da ekonomik büyümeyi teşvik edici bir faktör olduğunu, diğer 3 ülkede olumsuz etkileri olduğunu göstermektedir.

Finansal gelişmişliğin büyüme üzerinde olumlu etkiler yarattığını tek ülke Filipinler'dir. Diğer dört Asya ülkesinde finansal gelişmişlikten büyümeye doğru negatif yönlü bir

nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu durum, finansal gelişmişlik ve doğrudan yabancı yatırımların büyümeye etkisinin ülkelere göre farklılaşabileceğini ve kurumsal yapı, yatırım ortamı ve finansal sistemin işleyişine bağlı olarak değişebileceğini göstermektedir.

6. SONUÇ

Bu çalışma, ASEAN kurucu beşlisi ülkelerinde (Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland) FDI ve finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki nedensel etkisini incelemiştir. 1980-2021 dönemi için panel bootstrap nedensellik testi kullanılarak yapılan bu çalışmanın bulguları FDI ve finansal gelişmişliğin ekonomik büyümeye nedensellik ilişkisinin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur.

Analiz sonuçları, FDI'nın bazı ülkelerde büyümeyi teşvik ederken, bazı durumlarda negatif etkilere yol açabileceğini göstermektedir. Endonezya ve Malezya'da FDI büyümeyi desteklerken, finansal gelişmişliğin büyüme üzerindeki etkisi olumsuz yönde olmuştur. Filipinler'de finansal gelişmişlik büyümeyi teşvik ederken, FDI büyüme üzerinde negatif etkisi gözlemlenmiştir. Singapur ve Tayland'da ise hem FDI'nın hem de finansal gelişmişliğin büyümeyi sınırladığı tespit edilmiştir. Bu bulgular, FDI ve finansal gelişmişliğin büyüme üzerindeki etkilerinin ülkenin ekonomik ve kurumsal yapısına bağlı olduğunu göstermektedir.

Endonezya ve Malezya için elde edilen bulgular, FDI'nin büyümeyi desteklediğini, ancak finansal gelişmişliğin büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermektedir. Bu sonuç, Borensztein vd. (1998) ve Alfaro vd. (2004)'ün FDI'nin büyümeye katkısını vurgulayan çalışmalarıyla tutarlıdır. Ancak, Arcand vd. (2012) tarafından geliştirilen “Aşırı Finans Hipotezi” finansal gelişmişliğin belirli bir seviyeyi aştığında büyümeye zarar verebileceğini öne sürmektedir. Orhangazi (2008) de finansal gelişmenin spekülasyon faaliyetleri artırarak reel yatırımları azaltabileceğini belirtmektedir. Bu doğrultuda, Endonezya ve Malezya'da finansal gelişimin aşırı büyümesi yerine, etkin bir finansal yapı oluşturulması, FDI'nin büyümeye olan olumlu etkisini daha da güçlendirebilir.

Filipinler'de finansal gelişmişlik büyümeyi desteklerken, FDI'nin büyüme üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu görülmektedir. Bu durum, Levine ve Zervos (1998) ile Beck vd. (2000)'ün finansal gelişimin büyümeyi teşvik ettiği bulgularıyla uyumludur. Schneider ve Frey

(1985) ve Buchanan vd. (2012), FDI'nin olumsuz etkisinin zayıf kurumsal yapı ve ekonomik istikrarsızlık kaynaklı olabileceğini öne sürmektedir. Bu bağlamda, Filipinler'in FDI'nin büyümeye katkısını artırabilmesi için kurumsal yapılarını güçlendirmesi ve yatırım ortamını iyileştirmesi gerekmektedir.

Singapur ve Tayland'da hem FDI'nin hem de finansal gelişmişliğin büyüme üzerinde negatif etkisi olduğu görülmektedir. Bu bulgu, Arcand vd. (2012) tarafından öne sürülen “Aşırı Finans Hipotezi” ile uyumludur; finansal gelişmişlik belirli bir eşiği aştığında büyümeye zarar verebilir. Orhangazi (2008) de aşırı finansal gelişmenin spekülative yatırımları artırarak reel sektör yatırımlarını azalttığını vurgulamaktadır. FDI'nin olumsuz etkisi ise, Schneider ve Frey (1985) ve Buchanan vd. (2012)'nin düşük kurumsal kalite ve yatırım yönlendirme sorunlarıyla ilişkilendirdiği bulgularla örtüşmektedir. Singapur ve Tayland için bu durum, yatırım politikalarının gözden geçirilmesi ve finansal sistemin daha üretken alanlara yönlendirilmesi gerektiğini göstermektedir.

ASEAN-5'e yönelik yapılan analiz, FDI ve finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ülkeden ülkeye değiştiğini göstermektedir. Endonezya ve Malezya'da FDI'nin büyümeyi desteklediği, ancak finansal gelişmişliğin büyümeyi sınırladığı görülmektedir. Bu durum, finansal sistemlerin aşırı büyümesini kontrol altına alarak yatırımların reel sektöre yönlendirilmesini gerektirebilir. Finansal sistemin etkinliğinin artırılması, uzun vadeli büyümenin sürdürülebilirliği açısından faydalı olabilir.

Filipinler'de finansal gelişmişlik büyümeyi desteklerken, FDI'nin büyüme üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda, yabancı yatırımların daha verimli sektörlere yönlendirilmesi, yatırım teşvik mekanizmalarının güçlendirilmesi ve kurumsal yapıların iyileştirilmesi yararlı olabilir. Yatırım ortamının güçlendirilmesi, FDI'nin ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlamasını destekleyebilir.

Singapur ve Tayland'da hem FDI'nin hem de finansal gelişmişliğin büyüme üzerinde negatif etkisi olduğu belirlenmiştir. Bu bulgu, aşırı finansal gelişmenin spekülative yatırımları artırarak reel sektör yatırımlarını zayıflatabileceğini göstermektedir. Bu nedenle, finansal gelişmişliğin dengeli şekilde yönetilmesi, yatırım politikalarının üretken sektörleri

destekleyecek biçimde şekillendirilmesi ve yabancı yatırımların sürdürülebilir alanlara yönlendirilmesi faydalı olabilir.

KAYNAKLAR

- Abdul-Bahri, Ezzahra Nabil - Shaari Md Nor, Azman Haji - Sarmidi, Tamat - Haji Mohd Nor, Nur Hafizah (2019). “The role of financial development in the relationship between foreign direct investment and economic growth: A nonlinear approach”. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 22, 2, 1950009. <https://doi.org/10.1142/S0219091519500097>
- Aitken, Brian J. - Harrison, Ann E. (1999). “Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela”. *American Economic Review*, 89, 3, 605-618. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.605>
- Ak, Mehmet Zeki - Altıntaş, Nurullah - Şimşek, Ahmet Salih (2016). “Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin nedensellik analizi”. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 17, 2, 151-160.
- Alfaro, Laura - Chanda, Areendam - Kalemli-Ozcan, Sebnem - Sayek, Selin (2004). “FDI and economic growth: The role of local financial markets”. *Journal of International Economics*, 64, 1, 89-112. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(03\)00081-3](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(03)00081-3)
- An, Thi Hong Thuy - Chen, Shu-Hua - Yeh, Kuan-Chieh (2025). “Does financial development enhance the growth effect of FDI? A multidimensional analysis in emerging and developing Asia”. *International Journal of Emerging Markets*, 20, 1, 92-134. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2022-0495>
- Arcand, Jean-Louis - Berkes, Enrico - Panizza, Ugo (2015). “Too much finance?”. *Journal of Economic Growth*, 20, 105-148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Arestis, Philip - Sawyer, Malcolm (2005). *Financial Liberalization*. Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/9780230522381_1
- Asean Secretariat - UNCTAD (2022). *ASEAN Investment Report 2022 – Pandemic Recovery and Investment Facilitation*. ASEAN Secretariat. <https://asean.org/book/asean-investment-report-2022>
- Asteriou, Dimitrios - Moudatsou, Argiro (2014). “FDI, finance and growth: Further empirical evidence from a panel of 73 countries”. *Applied Economics and Finance*, 1, 2, 48-57.
- Balasubramanyam, Vudayagiri N. - Salisu, Mohammad - Sapsford, David (1996). “Foreign direct investment and growth in EP and IS countries”. *The Economic Journal*, 106, 434, 92-105.

- Baltagi, Badi H. - Feng, Qu - Kao, Chihwa (2012). "A Lagrange multiplier test for cross-sectional dependence in a fixed effects panel data model". *Journal of Econometrics*, 170, 1, 164-177.
- Barro, Robert J. - Sala-i-Martin, Xavier (2004). *Economic Growth*. MIT Press.
- Beck, Thorsten - Levine, Ross - Loayza, Norman (2000). "Finance and the sources of growth". *Journal of Financial Economics*, 58, 1-2, 261-300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6)
- Bevan, Alan A. - Estrin, Saul (2004). "The determinants of foreign direct investment into European transition economies". *Journal of Comparative Economics*, 32, 4, 775-787. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2004.08.006>
- Borensztein, Eduardo - De Gregorio, José - Lee, Jong-Wha (1998). "How does foreign direct investment affect economic growth?". *Journal of International Economics*, 45, 1, 115-135. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(97\)00033-0](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(97)00033-0)
- Bommadevara, Rajendra - Sakharkar, Abhay (2021). "Do good institutions and economic uncertainty matter to foreign direct investment?". *Asian Economic and Financial Review*, 11, 471-487. <https://doi.org/10.18488/JOURNAL.AEFR.2021.116.471.487>
- Breusch, Trevor S. - Pagan, Adrian R. (1980). "The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics". *The Review of Economic Studies*, 47, 1, 239-253. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Buchanan, Bonnie G. - Le, Quan Vu - Rishi, Meenakshi (2012). "Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence". *International Review of Financial Analysis*, 21, 81-89. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.10.001>
- Demetriades, Panicos O. - Hussein, Kul B. A. (1996). "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries". *Journal of Development Economics*, 51, 2, 387-411. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(96\)00421-X](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(96)00421-X)
- Globerman, Steven - Shapiro, Daniel (2003). "Governance infrastructure and US foreign direct investment". *Journal of International Business Studies*, 34, 19-39. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400001>
- Greenwood, Jeremy - Jovanovic, Boyan (1990). "Financial development, growth, and the distribution of income". *Journal of Political Economy*, 98, 5, 1076-1107. <https://doi.org/10.1086/261720>
- Hussey, Andrew (1991). "Regional development and cooperation through ASEAN". *Geographical Review*, 87-98. <https://doi.org/10.2307/215178>
- IMF (2024). *Global Financial Stability Report: Steadying the Course: Uncertainty, Artificial Intelligence, and Financial Stability*. Washington, DC.

- IMF (2025). IMF Data Portal. Erişim tarihi: [15.02.2025]. <https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b>
- İnançlı, Selim - Altıntaş, Nurullah - İnal, Veysel (2016). “Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi: D-8 örneği”. Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 14, 4, 36-49.
- Kawai, Masahiro - Naknoi, Kanda (2015). “ASEAN economic integration through trade and foreign direct investment: Long-term challenges”. ADBI Working Paper, No. 545, Asian Development Bank Institute (ADBI). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2672782>
- King, Robert G. - Levine, Ross (1993). “Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence”. Journal of Monetary Economics, 32, 3, 513-542. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90028-E](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90028-E)
- Kónya, László (2006). “Exports and growth: Granger causality analysis on OECD countries with a panel data approach”. Economic Modelling, 23, 6, 978-992. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2006.04.008>
- Lensink, Robert - Morrissey, Oliver (2006). “Foreign direct investment: Flows, volatility, and the impact on growth”. Review of International Economics, 14, 3, 478-493. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2006.00596.x>
- Levine, Ross (1997). “Financial development and economic growth: Views and agenda”. Journal of Economic Literature, 35, 2, 688-726.
- Levine, Ross (2005). “Finance and growth: Theory and evidence”. in Aghion, Philippe - Durlauf, Steven N. (Eds.), Handbook of Economic Growth, Vol. 1A, Elsevier, 865–933. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
- Levine, Ross - Zervos, Sara (1998). “Stock markets, banks, and economic growth”. American Economic Review, 88, 3, 537-558.
- Li, Quan - Resnick, Adam (2003). “Reversal of fortunes: Democratic institutions and foreign direct investment inflows to developing countries”. International Organization, 57, 1, 175-211. <https://doi.org/10.1017/S0020818303571077>
- McKinnon, Ronald I. (1973). Money and Capital in Economic Development. The Brookings Institution.
- Orhangazi, Özgür (2008). “Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003”. Cambridge Journal of Economics, 32, 6, 863-886. <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>
- Pesaran, M. Hashem (2021). “General diagnostic tests for cross-sectional dependence in panels”. Empirical Economics, 60, 1, 13-50. <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01875-7>

- Palley, Thomas I. (2013). *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. Palgrave Macmillan.
- Pesaran, M. Hashem - Ullah, Aman - Yamagata, Takashi (2008). "A bias-adjusted LM test of error cross-section independence". *The Econometrics Journal*, 11, 1, 105-127. <https://doi.org/10.1111/j.1368-423X.2007.00227.x>
- Pesaran, M. Hashem - Yamagata, Takashi (2008). "Testing slope homogeneity in large panels". *Journal of Econometrics*, 142, 1, 50-93. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2007.05.010>
- Rodríguez, Xose A. - Pallas, Josep (2008). "Determinants of foreign direct investment in Spain". *Applied Economics*, 40, 19, 2443-2450. <https://doi.org/10.1080/00036840701367606>
- Rousseau, Peter L. - Wachtel, Paul (2011). "What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?". *Economic Inquiry*, 49, 1, 276-288. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2009.00197.x>
- Sahoo, Sarbeswar (2024). "FDI, financial development and economic growth: Evidence from select Indian states". *The Indian Economic Journal*. <https://doi.org/10.1177/00194662241265488>
- Schneider, Friedrich - Frey, Bruno S. (1985). "Economic and political determinants of foreign direct investment". *World Development*, 13, 2, 161-175.
- Shan, Jordan Z. - Morris, Alan G. - Sun, Fiona (2001). "Financial development and economic growth: An egg-and-chicken problem?". *Review of International Economics*, 9, 3, 443-454. <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00291>
- Shaw, Edward (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press.
- Sims, Christopher A. (1980). "Macroeconomics and reality". *Econometrica*, 48, 1, 1-48. <https://doi.org/10.2307/1912017>
- Solow, Robert M. (1956). "A contribution to the theory of economic growth". *The Quarterly Journal of Economics*, 70, 1, 65-94. <https://doi.org/10.2307/1884513>
- Swamy, Paravastu A. V. B. (1970). "Efficient inference in a random coefficient regression model". *Econometrica*, 38, 2, 311-323.
- WB (2025). *World Development Indicators*. Erişim tarihi: [15.02.2025]. <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>
- Zellner, Arnold (1962). "An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions and tests for aggregation bias". *Journal of the American Statistical Association*, 57, 298, 348-368. <https://doi.org/10.1080/01621459.1962.10480664>