



NWSA-Social Sciences
ISSN: 1306-3111/1308-7444
NWSA ID: 2015.10.3.3C0129

Status : Original Study
Received: March 2015
Accepted: July 2015

E-Journal of New World Sciences Academy

Munise Ilıkkan Özgür

Aksaray University, muniseilikkan@hotmail.com, Aksaray-Turkey

Cuma Demirtaş

Aksaray University, cuma87demirtas@gmail.com, Aksaray-Turkey

<http://dx.doi.org/10.12739/NWSA.2015.10.3.3C0129>

**FINANSAL GELİŞME VE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN EKONOMİK BÜYÜME
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

ÖZET

Ekonomik büyümenin sağlanması ve sürdürülmesinin ülkelerin temel ekonomik hedeflerinden biri olması; bu hedefin gerçekleşmesine katkı sağlayan unsurlardan olan finansal sistem ve doğrudan yabancı yatırımların (DYY) ülkeler için önemini artırmaktadır. Çalışmada, 1992:1-2013:3 döneminde Türkiye’de finansal gelişme ve DYY ile ekonomik büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkinin var olup olmadığı, kısıtsız VAR modeli kurularak Johansen eş-bütünleşme yöntemiyle incelenmiştir. Elde edilen bulgular, uzun dönemde -sermaye piyasası değişkeni hariç- DYY’lerin ve mevduatların büyümeyi olumlu etkilediğini; uzun dönemde Türkiye’de ekonomik büyümeyi banka temelli finansal yapının desteklediğini; sermaye piyasasının ise yeterli derecede gelişmemesinden dolayı büyümeyi desteklemediğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, DYY’lerin büyümeye katkısının pozitif olmakla birlikte yeterli düzeyde olmadığı da elde edilen bulgular arasındadır.

Anahtar Kelimeler: Büyüme, Doğrudan Yabancı Yatırım,
Finansal Gelişme, Eş bütünleşme, Türkiye.

**THE EFFECTS OF FINANCIAL DEVELOPMENT AND FOREIGN DIRECT INVESTMENTS ON
THE ECONOMIC GROWTH: TURKISH CASE**

ABSTRACT

Ensuring economic growth and its sustainability, which is one of the main economic objectives of emerging countries, increases the importance of financial system and foreign direct investment (FDI) that contributes to the realization of these objectives. The study investigates the long-run relationship among financial development, FDI and economic growth for the period 1992-:1-2013:3 by employing unrestricted VAR and Johansen co-integration test. According to the results, FDI and deposits have long-run effects on economic growth except for the capital market variable; bank based financial system contributes to the economic growth; capital market does not adequately contribute to the economic growth due to the underdevelopment of the capital market. Further, the findings indicate that although the contribution of FDI to the economic growth is positive it is not adequate.

Keywords: Growth, Foreign Direct Investment,
Financial Development, Co-integration, Turkey



1. GİRİŞ (INTRODUCTION)

Ekonomik büyümenin sağlanması ve sürdürülmesinin ülkelerin temel ekonomik hedeflerinden biri olması; araştırmacıların büyüme ve büyümenin itici gücü olan faktörler arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik çabalarını artırmıştır. Dolayısıyla bu faktörlerden finansal sistem ve doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) ile büyüme arasındaki ilişki de inceleme konuları arasında yer almıştır. Finansal sistem, büyümeye katkı sağlayan ekonomik birimlere çeşitli hizmetler sunar. Bu hizmetlerin niteliğinin ve niceliğinin artması finansal kesimde yaratılan fonların reel kesime aktarılma oranını artırmaktadır. Bu durumun gerçekleşmesi finansal sistemin gelişmişlik düzeyi ile ilgilidir. Finansal gelişmişlik, finansal piyasaların, finansal kuruluşların ve finansal araçların gelişmesi şeklinde ifade edilirse; finansal gelişme arttıkça, finansal kesimde yaratılan fonların reel kesime aktarılma oranı da o denli yüksek olacaktır.

İlk olarak Arrow-Debreu modelinde ortaya konmaya çalışılan finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki ilişki; daha sonra geliştirilen neo-klasik büyüme modelinde, dışsal olarak kabul edilen teknolojiyi etkilediği sürece finansal gelişmenin uzun dönemli ekonomik büyümeyi etkileyeceği varsayılmıştır. Ardından 1980'lerin ikinci yarısından itibaren büyüme teorilerinde özellikle içsel büyüme modelleri kapsamında Romer (1986), Lucas (1988) ve Barro (1992)'nin çalışmalarında dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yaratacağını ifade etmeleri finans-büyüme tartışmalarına yeni bir boyut kazandırmıştır. Finansal gelişmenin, uzun dönem büyüme oranını belirleyen bazı faktörler arasında gösterilmesi açısından bu modeller temel teşkil etmektedir. Basit bir içsel büyüme modeli,

$$g = A\phi s - \delta \quad (1)$$

olarak yazılabilir*. Formülde gösterilen değişkenlerin, içsel büyüme modeli dâhilinde, ekonomik büyüme üzerine temel etkileri şunlardır (Tsuru, 2000: 7): (i) Finansal gelişme, sermayenin verimlilik oranını (A) arttırarak ekonomik büyümeyi etkileyebilmektedir. (ii) Gelişmiş finansal sisteme sahip ekonomiler, alternatif projelerin daha az maliyet ve sürede değerlendirilmesini sağlayarak en karlı projenin seçilmesine olanak verir. Böylece finansal aracılık sürecinde finansal sistemin etkinliği (ϕ) arttırarak, bu maliyetlerin azalmasını ve daha çok tasarrufun yatırıma dönüşmesini sağlar; dolayısıyla da ekonomik büyümeyi destekleyebilir. (iii) Finansal gelişme, tasarruf oranını (s) arttırarak ekonomik büyümeye katkı sağlayabilir.

Literatürdeki çalışmaların birçoğunda finansal sistemin ekonomik performansa etkisinin ülkeden ülkeye değişkenlik göstermesi, bu değişkenliklerin nedenlerini açıklamada araştırmacılar arasında çeşitli görüş ayrılıkları yaratmıştır. Bazı görüşler (Bagehot (1873), Schumpeter (1911), Hicks (1969), King ve Levine (1993) ve Levine (2000) vb.) finansal gelişmenin büyümeye neden olduğunu; bazıları (Robinson (1952), Goldsmith (1969) ve Jung (1986) vb.) büyümenin finansal gelişmeye neden olduğunu ifade etmişlerdir. Ayrıca, büyüme ve finansal sistemdeki gelişmenin karşılıklı etkileşime sahip olduğunu (Greenwood ve Jovanovic (1990), Bencivenga ve Smith (1991) gibi), ya da büyüme ile finansal gelişimin birbirini etkilemediğini, hatta finansın büyümeyi sınırladığını öne süren görüşler (Lucas (1988) vb.) de mevcuttur.

Ekonomik büyümenin itici gücü olan faktörlerden DYY'ler, "bir ekonomideki yatırımcının başka bir ekonomide kalıcı gelir elde etmek amacıyla yabancı ülkelerde yaptığı yerleşik varlık yatırımı" olarak tanımlanabilir (Kothe ve Gestrin, 2013). İkinci Dünya Savaşı'ndan

g, durağan durum büyüme oranını; ϕ , finansal sistemin etkinliğini; A, sermayenin verimlilik oranını; s, tasarruf oranını; δ , amortisman payını sembolize etmektedir.



sonra ülkeler arasında hızla artmaya başlayan DYY'ler, özellikle 1980'li yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerin gündeminde de yer almış; bu ülkeler de büyüme artışı sağlamak amacıyla DYY'leri çekme gayreti içine girmişlerdir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin temel sorunlarından olan iç tasarruf yetersizliği ve dış borçlanmanın güçlüğü DYY'lerin önemini daha da artırmıştır.

Literatürde farklı görüşler olmasına rağmen; baskın görüş, DYY'in ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğudur (örneğin, Reichert ve Weinhold (2001), Demirel (2006), Koyuncu (2011), Aizhan ve Diana (2013), Doğan (2013)). Ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesi ve sürdürülebilir olması teknolojiyle mümkün olabilmektedir. Teknolojinin elde edilmesi ise ya ülkenin kendi imkanlarıyla ya da teknoloji transferi ile sağlanmaktadır. Teknolojinin transfer kanallarından olan DYY'lerin önemi bu noktada artmaktadır. İçsel büyüme modellerinin teorik olarak teknolojik gelişim, etkinlik, verimlilik gibi unsurların ekonomik büyümede etkili olduğunu ortaya koyduğu dikkate alındığında, teknoloji ve bilgi transferi sağlayan DYY'lerin gelişmekte olan ülkeler açısından önemi açıkça görülebilir. Fakat önemli olan DYY'la gelen teknolojinin içselleştirilebilme derecesidir. Yapılan teorik ve ampirik çalışmalardan da görüldüğü üzere finansal gelişmenin hem DYY'leri çekme, hem de onları içselleştirme kapasitesini artırdığı görülmektedir.

Finansal gelişme ve DYY ile büyüme arasında ilişkinin yönü ve boyutu konusunda fikir birliğinin sağlanamamış olması, bu alandaki literatürün zaman içinde zenginleşmesine yol açmıştır. Büyüme, finansal gelişme ve DYY arasındaki karşılıklı ilişkiyi; bu değişkenlerin karşılıklı ilişkisini konu alarak farklı ülkeler için, farklı yöntemlerle araştırılan çalışmalar yapılmış ve çoğunlukla benzer bulgulara ulaşılmıştır. Bu çalışmalara örnek olarak, Lauro, Chanda, Özcan ve Sayek (2003), Omran ve Bolbol (2003), Khan (2007) Ljungwall ve Li (2007), Choong ve Lim (2009), Ang (2009), Pradhan (2010), Adeniyi, Omisakin, Egwaikhide ve Oyinlola (2012), Korgaonkar (2012), Zadeh ve Madani (2012), Raheem ve Oyinlola (2013) Sghaier ve Abida (2013), Gharib (2013) verilebilir. Lauro, Chanda, Özcan ve Sayek (2003), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde DYY, finansal piyasalar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1975-1995 dönemi için kesit veri analizi (cross-country data) kullanarak incelemiştir. Çalışma sonucunda, tek başına DYY'lerin büyüme üzerine etkisinin belirsiz olduğu; ancak iyi organize olmuş finansal piyasalı ülkelerin DYY'lerden önemli ölçüde faydalandığı bulgusuna ulaşılmıştır. Omran ve Bolbol (2003) çalışmasında, finansal sistemin banka temelli olduğu Arap ülkelerine ait veriler, panel veri analiziyle test edilmiş; finansal gelişmenin belli eşik seviyeye ulaşması durumunda DYY'lerin büyüme üzerine etkisinin önemli ölçüde arttığı ve DYY'lerin finansal gelişmeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Khan (2007) çalışmasında, finansal gelişme, DYY ve büyüme arasında ilişki sınır testi yaklaşımıyla 1972-2005 dönemi için Pakistan örneğinde incelenmiştir. Finansal gelişme belirli bir eşik seviyeye ulaştıktan sonra DYY'lerin büyüme pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ljungwall ve Li (2007), finansal gelişmenin teknoloji yayılma sürecine olumlu katkı sağlayarak büyüme artırdığını öne sürmüşlerdir. Bu etkinin Çin için geçerli olup olmadığını test etmek amacıyla, 1986-2003 yılları arasında 28 Çin ilinin verileri genelleştirilmiş momentler metodu (Generalized Method of Moment) yardımıyla incelenmiş; DYY ve finansal gelişme etkileşiminin büyüme artırdığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Ang (2009) çalışmasında, finansal gelişme ve DYY'lerin 1970-2004 döneminde Tayland'ın ekonomik büyümesindeki rolü, hata düzeltme ve eş-bütünleşme yardımıyla incelenmiştir. Araştırma



sonucunda, finansal gelişme büyümeyi pozitif etkilerken, DYY'lerin uzun dönemde etkisinin pozitif olmadığı; bununla beraber, finansal gelişme düzeyinin artmasıyla DYY'lerin ekonomik gelişmeyi destekleyici dolaylı bir pozitif etki yaratacağını ileri sürülmüştür. Choong ve Lim (2009) çalışmasında, Malezya'nın ekonomik büyümesinde finansal gelişme ve DYY etkileşiminin analizi 1970-2001 dönemi için eş-bütünleşme yardımıyla incelenerek; DYY ve finansal gelişme arasındaki etkileşimin büyüme üzerinde önemli etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Pradhan (2010, 1970-2007 döneminde Hindistan'da finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki uzun dönemli ilişki Johansen eş-bütünleşme tekniği yardımıyla incelemiştir. Finansal gelişme, DYY ve büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin araştırıldığı çalışmada; Hindistan ekonomisinin büyüme ve DYY'ler için daha iyi finansal sisteme ihtiyaç duyduğunu önerilmektedir. Adeniye, Omisakin, Egwaikhede ve Oyinklola (2012) çalışmasında, finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişki 1970-2005 dönemi için Cote'Sahili, Gambiya, Gana, Nijerya ve Sierra Leone ülkeleri için hata düzeltme modeli ve Granger nedensellik analizi yardımıyla incelenmiştir. Sonuçlar, finansal gelişmenin Gana, Gambiya ve Sierra Leone'de DYY'lerden yararlanmayı artırarak ekonomik büyümeyi desteklediğini göstermiştir. Nijerya'da ise bu değişkenler arasında ilişki olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Korgaonkar (2012) çalışmasında, veri madenciliği tekniklerini kullanarak 1980-2009 yıllarını kapsayan süreçte 78 ülke verileri incelenmiştir. Analiz sonuçları DYY'lerin finansal olarak zayıf ülkelere, yani hem bankacılık sektörü hem de sermaye piyasası gelişmemiş ülkelere yönelmediğini göstermiştir. Ayrıca gelişmiş finansal sistemin, DYY'lerin büyüme üzerine etkisinin pozitif olması için bir ön koşul olduğu sonucuna da ulaşılmıştır. Zadeh ve Madani (2012) çalışmasında ekonomik büyümenin sağlanmasında DYY'lerden yararlanmak için finansal gelişmişliğin aracılık rolü tespit edilmeye çalışılmıştır. Ampirik sonuçlara göre; eğer ülke finansal gelişmişliğin eşik seviyesine (burada eşik seviye özel sektör kredilerinin GSYİH'a oranı olarak alınmıştır) ulaşmadıysa, büyümeyi negatif etkilemektedir. Ters durumda ise, yani finansal gelişme eşik seviyeyi aşmışsa DYY'lerin büyüme üzerinde etkisi pozitif olmaktadır. Raheem ve Oyinklola (2013) çalışmasında, finansal gelişme DYY ve büyüme arasında ilişki 15 Afrika ülkesi için TAR (Threshold Autoregressive) modeli yardımıyla incelemektedir. Sonuçlar, finansal gelişme göstergesi belirli eşik seviyeye ulaştığında, DYY ve büyüme arasında pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Sghaier ve Abida (2013) çalışmasında, DYY, finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişki 1980-2011 dönemi için dört Kuzey Afrika ülkesine (Tunus, Fas, Cezayir ve Mısır) ait veriler genelleştirilmiş momentler metodu (Generalized Method of Moment) yardımıyla incelenmiştir. Çalışma sonuçları DYY'lerin ekonomi üzerindeki pozitif etkilerinin artırılması için finansal sistemin gelişmesini sağlayıcı politikaların gerekliliğini vurgulamaktadır. Gharib (2013) çalışmasında, Japonya'daki finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişki sınır testi yaklaşımı ve vektör hata düzeltme modeli yardımıyla incelenmiştir. Bu üç değişken arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin olduğunun ortaya konduğu çalışmada; Japonya'nın uzun dönem reel gelir denge seviyesine finansal faaliyetler ve DYY aracılığı ile yaklaştığı bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca reel gelirdeki büyümenin finansal gelişmeyi pozitif etkilediği de analiz bulguları arasında yer almıştır.

Finansal gelişmenin ve DYY'lerin büyüme üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalara örnek olarak, Lee ve Chang (2009), Babatunde (2011) verilebilir. Lee ve Chang (2009), 1970-2002 döneminde 37 ülke için eş-bütünleşme ve hata düzeltme modeli yardımıyla finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Elde



edilen bulgularda, DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğu; ancak finansal gelişmişlik göstergelerinin büyüme üzerinde DYY'lerden daha fazla etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Babatunde (2011) araştırmasında, 1980-2007 yıllarını kapsayan süreçte 60 gelişmekte olan ülkenin finansal gelişme, DYY ve büyüme arasında uzun dönemli ilişkinin incelenmesinde dinamik panel veri ve eş-bütünleşme analizi kullanılmıştır. Finansal gelişme, DYY ve büyüme arasında uzun dönemli ilişki olduğu sonucuna varılan çalışmada; ayrıca gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi artırmak için finansal gelişme ve DYY teşvik politikalarının gerekliliği vurgulanmıştır. Her iki çalışma da finansal gelişmenin ve DYY'lerin büyüme üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu noktasında birleşmiştir.

1980'li yılların ortalarından itibaren gelişen içsel büyüme modelleri geleneksel büyüme modellerinden farklı olarak, finansal ve dış ticaret liberalizasyonlarının ülkelerin yabancı sermaye ile kaynak açığını gidermesi, teknoloji ve bilgi transferi yoluyla üretimlerini artırması sonucunda, uzun dönemde de büyümenin devam edeceğini varsaymaktadır. Bu bağlamda yeterli sermaye ve tasarruf birikimine sahip olmayan gelişmekte olan ülkeler, dünyada yaşanan konjonktürün de etkisiyle, korumacı politikalarından vazgeçerek büyüme ve kalkınma sürecinde dışa açık politikaları benimsemeye başlamışlardır. Aynı dönemde gelişmekte olan ülkelere de ihracata dayalı büyüme stratejisi benimseyerek dışa açılma sürecine girmiş; süreç 1989'da sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile devam etmiştir.

Türkiye örneğinde finansal gelişme ve DYY'lerin büyüme üzerindeki etkisini bir arada inceleyen çalışmaya rastlanmamakla birlikte, finansal gelişme- büyüme ilişkisi ve DYY- büyüme ilişkisini ayrı ayrı konu alan çeşitli araştırmalar mevcuttur. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalara Aslan ve Korap (2006), Doğan (2008), İnce (2011), Mercan ve Peker (2013) Ege, Nazlıoğlu ve Bayrakdaroğlu (2008), Güngör ve Yılmaz (2008), Özcan ve Arı (2011), Güneş (2013) örnek olarak verilebilir. Aslan ve Korap (2006)'da, 1987-2004 dönemi verileri kullanılarak, finansal gelişme ve büyüme arasında ilişki Johansen eş-bütünleşme ve Granger nedensellik teknikleri yardımıyla analiz edilmiştir. Eş-bütünleşme sonuçlarına göre, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki bulunmaktadır. Buna karşın, finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü finansal gelişmişlik göstergelerine göre değişebilmektedir. Doğan (2008) çalışmasında, 1999-2006 dönemi verileri kullanılarak finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki, VAR modeli kullanılarak incelenmiştir. Johansen eş-bütünleşme ve hata düzeltme modeline dayalı (VECM) Granger nedensellik testlerinden elde edilen sonuçlar, uzun dönemde finans ve büyüme arasında tek yönlü nedenselliğin varlığını ortaya koyarken; hata düzeltme modelinin bulguları, banka finansmanının etkilerinin küçük olmasına rağmen, uzun dönemde ekonomik büyümeyi artırabileceğini göstermektedir. İnce (2011), çalışmasında finansal gelişme ile büyüme arasında ilişki 1980-2010 dönemi verileri kullanılarak eş-bütünleşme (co-integration) ve Granger nedensellik analizi ile test edilmiştir. Araştırma sonucunda, kısa dönemde finansal gelişme ile büyüme arasında güçlü bir ilişkin olduğu ve finansal gelişmeden büyümeye tek yönlü nedenselliğin olduğu bulgularına ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca, finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye katkı sağladığı sonucuna da ulaşılmıştır. Mercan ve Peker (2013) çalışmasında, finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişki 1992-2010 dönemi aylık verileri kullanılarak incelenmiştir. Pesaran sınır testi yaklaşımıyla değişkenler arasında eş-bütünleşme bulunmuştur. Sonuçlar, uzun dönemde finansal gelişmenin büyümeye neden olduğunu; kısa dönemde ise hata düzeltme katsayısının istatistiksel olarak anlamlı ve negatif



olduğunu; yani, değişkenler arasındaki kısa dönemli sapmaların giderilerek uzun dönemde denge düzeyine yakınsadığını göstermiştir. Aslan ve Korap (2006), Doğan (2008), İnce (2011), Mercan ve Peker (2013) çalışmalarını ortak paydada buluşturan nokta; hepsinde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu bulgusuna ulaşılmış olmadır. Ege, Nazlıoğlu ve Bayrakdaroğlu (2008), Güngör ve Yılmaz (2008), Özcan ve Arı (2011), Güneş (2013) çalışmalarında ise, ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi etkilediği bulgusu ortak sonuçları olmuştur.

Ege, Nazlıoğlu ve Bayrakdaroğlu (2008) çalışmasında, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki 1987-2007 dönemi verileri kullanılarak eş-bütünleşme ve Granger nedensellik analizi ile incelenmiştir. Eş-bütünleşme analizine göre değişkenler uzun dönemde eş-bütünleşiktir. Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre ise, Türkiye ekonomisi için ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Güngör ve Yılmaz (2008) çalışmasında, 1987-2005 dönemi verileri kullanılarak; finansal gelişmenin büyüme üzerine etkisi Johansen- Juselius eş-bütünleşme ve Granger nedensellik testi ile incelenmiştir. Sonuçlar sermaye piyasası gelişimi ile büyüme arasında çift yönlü ilişkinin ve büyümeden bankacılık sektörüne doğru tek yönlü bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur. Özcan ve Arı (2011) çalışmasında, finansal gelişme ile büyüme arasında ilişki 1998-2009 dönemi verileri kullanılarak VAR modeli yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlarına göre, Türkiye'de ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Güneş (2013) çalışmasında 1988-2009 dönemi verileri kullanılarak finansal gelişme ve büyüme arasında ilişki sınır testi yardımıyla incelenmiştir. Finansal gelişmişlik düzeyini simgelemesi açısından para arzının (M2Y) milli gelire oranı (GSYH) ve finansal piyasalarda çalışanların toplam işgücü içerisindeki payı değişkenleri kullanıldığı araştırmada; finansal gelişmenin iktisadi büyümeye neden olmadığı ve iktisadi büyümenin finansal piyasalarda çalışan işgücünün payını artırdığı, ancak para arzı oranını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'de DYY ve büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalardan Demirel (2006) ve Ayaydın (2010)'da DYY'lerin ekonomik büyümeyi artırdığı; Koyuncu (2011) ve Doğan (2013)'da ilişkinin karşılıklı olduğu sonuçlarına ulaşmıştır. Demirel (2006) çalışmasında DYY'lerin büyüme üzerine etkisi araştırılırken üç aşamalı kareler (3SLS) yöntemi kullanılarak DYY'leri belirleyen makro değişkenler incelenmiştir. Ayaydın (2010)'da, 1970-2007 dönemlerini kapsayan süreçte DYY- büyüme arasında ilişkinin incelenmesinde VAR analizinden yararlanılmıştır. Araştırma sonucunda, DYY'lerden büyümeye doğru tek yönlü ve güçlü bir ilişki tespit edilmiştir. Koyuncu çalışmasında (2011), Türkiye'de DYY ve büyüme arasında ilişki 1990-2010 dönemi verileri kullanılarak analiz edilmiştir. Granger nedensellik analizine göre, değişkenler arasında karşılıklı ilişkinin olduğu; etki-tepki analizine göre ise, DYY'lerde meydana gelen artışın büyümeyi artırıcı yönde etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. Doğan (2013), DYY ve büyüme arasında ilişki 1979-2011 dönemi verileri kullanılarak Johansen eş-bütünleşme yardımıyla incelenmiştir. Johansen eş-bütünleşme testi sonucu iki serinin bütünleşik olduğu ve uzun dönemde pozitif ilişkinin olduğu gözlenmiştir. Granger nedensellik testi sonucuna göre ise, çift yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Türkiye'deki finansal gelişme ve DYY'ler ile ekonomik büyüme arasında ilişkinin var olup olmadığı; eğer bir ilişki varsa bu ilişkinin boyutları belirlemeyi amaçlayan bu çalışmanın geri kalanı aşağıdaki gibi organize edilmektedir: İkinci bölümde ilgili çalışmanın önemi, üçüncü bölümde deneysel çalışma, dördüncü bölümde bulgular ve



tartışmalar yer almakta, beşinci bölümde ise sonuçlar ve önerilere yer verilmektedir.

2. ÇALIŞMANIN ÖNEMİ (RESEARCH SIGNIFICANCE)

DYY'lerin gelişmekte olan ülkelerin kaynak yetersizliği ve dış finansman sorununa çare olması yanında; yeni üretim teknikleri, yönetsel beceriler, fikirler, yeni sermaye malları ve yeni teknolojiler getirerek sermaye stokunu, dolayısıyla da büyümeyi artırdığı yaygın olarak kabul görmektedir. Diğer yandan, finansal gelişme; sermayenin verimliliğini ve tasarruf oranını artırdığı gibi, alternatif yatırım fırsatlarının

3. DENEYSEL ÇALIŞMA (EXPERIMENTAL METHOD)

3.1. Veri Seti (Data)

Çalışmada 1992:1-2013:3 döneminde Türkiye'de finansal gelişme ve DYY ile ekonomik büyüme arasındaki uzun dönemli ilişki incelenmiştir. Türkiye'deki finansal gelişmenin 1989'da çıkarılan 32. Sayılı kararnameyle sermaye hesaplarının dışa açık hale gelmesiyle artması nedeniyle başlangıç yılı olarak 1992 yılı seçilmiştir. Üçer aylık verilerin kullanıldığı araştırmada, modele alınan değişkenlerden sabit fiyatlarla reel gayri safi yurtiçi hasıla (RGSYİH), DYY ve Mevduat verileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden; hisse senetleri piyasa değerini gösteren borsa kapitalizasyon oranına ait veriler ise, BIST'ten (Borsa İstanbul'dan) alınmıştır.

Finansal gelişme göstergesi olarak iki ayrı değişken kullanılmıştır: Mevduatlar ve kapitalizasyon oranı. Sadece M2'yi kullanmak finansal sistemin fonksiyonlarından ziyade (tasarrufların mobilizasyonu ve yatırımların etkin dağılımı gibi) parasal işlem hacmini ifade etmektedir. Bundan dolayı M2 para arzından dolaşımdaki para çıkartılmıştır. Mevduatlar, MEVO (M^{*}-Dolaşımdaki Para/RGSYH); kapitalizasyon oranı, KAPO (Hisse Senetleri Piyasa Değeri/RGSYH) ile sembolize edilmiştir. DYY'yi tanımlayan değişken olarak ise, net DYYO (Doğrudan Yabancı Yatırımlar/RGSYH) ve ekonomik büyümeyi tanımlayan değişkeni olarak da RGSYH (reel gayri safi yurt içi hasıla) kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan serilerin durağanlık analizi için Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Testi ve Phillips Perron Testi'nden yararlanılmıştır. Finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme için kullanılan değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olup olmadığının test edilmesinde ve incelenmesinde ise, vektör oto-regresif (VAR) ve Johansen eş-bütünleşme testinden faydalanılmıştır. Çalışma kapsamındaki tüm testler için E-views 6 ekonometri programı kullanılmıştır.

3.2. Metodoloji (Methodology)

Nelson ve Plosser (1982)'ye göre makroekonomik değişkenler genellikle durağan değildirler. İktisadi analizlerde kullanılan zaman serilerinin durağan olmaması halinde kurulan regresyonlar yanıltıcı sonuçlar üretmekte ve sahte regresyonlar olarak adlandırılmaktadırlar. Bir zaman serisinin ortalaması ve varyansı zaman içinde değişmiyorsa durağan bir süreçtir. Analizlerde yaygın olarak kullanılan birim kök testlerinden biri Dickey-Fuller (1982) tarafından geliştirilen Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi ve Phillips Perron (PP) Testidir.

M2 para arzına 2005 Aralık ayından itibaren M2Y de dâhil edilmiştir. Gerekli düzenlemeler yapılarak analiz yapılmıştır.

ADF testi aşağıda belirtilen üç farklı denklem ile ifade edilmektedir:

$$\Delta y_t = \rho y_{t-1} + \sum_{t=1}^k \beta_t \Delta_{t-1} + \mu_t. \quad (2)$$

$$\Delta y_t = \alpha + \rho y_{t-1} + \sum_{t=1}^k \beta_t \Delta_{t-1} + \mu_t \quad (3)$$

$$\Delta y_t = \alpha + \delta_t + \rho y_{t-1} + \sum_{t=1}^k \beta_t \Delta_{t-1} + \mu_t \quad (4)$$

Burada, ilgili serilerin sabit ve trendsiz, sabitsiz ve trendsiz ve sabit ve trendli olup olmamasına göre ADF testi yapılır. Yukarıdaki denklemlerde, Δy_t durağanlık analizi yapılan serinin birinci farkını, Δy_{t-1} gecikmeli fark terimlerini, t zaman trendini, k Akaike Bilgi Kriteri (AIC)'ye göre belirlenen optimal gecikme uzunluğunu, ρ katsayı değerinin ortalaması sıfır ve varyansı sabit ardışık bağımlı olmayan olasılıklı hata terimini göstermektedir. ADF testinde ρ katsayı değerinin istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadığı test edilmektedir. Eğer boş hipotez ret edilemezse seri durağan değil; ret edilirse seri durağandır.

DF (Dickey-Fuller) testi ve ADF testi, hata terimlerinin rassal yürüyüş yani stokastik ve eş-varyans olması gibi bazı temel varsayımlara dayanmaktadır. Bununla birlikte, Phillips ve Perron, DF ve ADF testlerinin varsayımları dikkate alınmadığında ya da serinin yapısal kırılma içermesi halinde bu testlerin yetersiz kaldığını ileri sürmüştür. Bu durumdan kurtuluşu ise hata terimlerini düzeltmeyi öngören, parametrik olmayan bir ekleme yapmayı düşünmüşlerdir. DF ve ADF testleri AR (oto regresif) düzeltme içerirken Phillips Perron testinde MA (hareketli ortalamalar) düzeltmeleri eklenmektedir. Buna göre Phillips Perron için oluşturulan denklemler aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$Y_t = \delta Y_{t-1} + \mu_t \quad (5)$$

$$Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \mu_t \quad (\text{sabit terimli}) \quad (6)$$

$$Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \beta_2(t - T/2) + \mu_t \quad (\text{sabit terimli ve eğilim katsayılı}) \quad (7)$$

Yukarıdaki modellerde β , sabit terimi; μ_t , hata terimini; δ , eğilim katsayısını ve T , gözlem sayısını temsil etmektedir. Tüm modellerde hata terimi ortalaması sıfıra eşit olabildiği gibi, ardışık bağımlı da olabilir ve eş-varyans varsayımı ihlal edilebilir.

Diğer yandan makroekonomi literatüründe en önemli noktalardan biri, birden fazla zaman serisi arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmamasıdır. Zaman serileri arasında uzun dönem denge ilişkisinin var olup olmadığı Engle-Granger (1987) tarafından ortaya atılan eş-bütünleşme analizi ile incelenmektedir. Engle-Granger (1987), durağan olmayan iki ya da daha fazla serinin doğrusal kombinasyonlarının durağan olabileceğini ileri sürmektedir. Bu durumda, durağan olmayan serilerin doğrusal bileşimleri durağansa bu serilerin eş bütünleşik oldukları söylenebilir. Eş-bütünleşme analizlerinde en çok kullanılan teknikler, Engle-Granger (1987) ve Johansen-Juselius (1990)'dir. Engle-Granger (1987) testi eş-bütünleşme vektör için en küçük kareler tekniğini kullanırken, Johansen-Juselius (1990) testi en çok olabilirlik tekniğini kullanmaktadır. Burada karakteristik köklerin sıfıra eşit olup olmadığı test edilmekte ve eş-bütünleşme ilişkisinin varlığının irdelenmesi için iki test ifade edilmektedir. Bunlar aşağıda gösterildiği üzere \max (öz-değer) ve trace (iz) istatistikleridir (Ceylan, 2014: 52-55).

$$\lambda_{\text{trace}}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n [\ln(1 - \lambda_i)] \quad (8)$$

$$\lambda_{\text{max}}(r, r + 1) = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \quad (9)$$

(8) nolu denklemde yer alan λ_i , matrislerden elde edilen karakteristik kökler ya da öz-değerleri; T, gözlem sayısını ifade etmektedir. Genel bir alternatife karşı r'ye eşit ya da daha az sayıda eş-bütünleşme vektörü olduğunu ileri süren temel hipotez test edilir. Tüm karakteristik köklerin değeri istatistiksel olarak sıfır olursa, testin değeri de sıfır olmaktadır. (9) no'lu denklem ise, temel hipotezde r kadar eş-bütünleşme vektörü olduğu hipotezi, r+1 eş-bütünleşme vektörü olduğunu ileri süren alternatif hipoteze karşı test edilmektedir. Karakteristik kökler istatistiksel olarak sıfıra eşitse, λ_{max} değeri küçük olacaktır (Ceylan, 2014: 52-55).

4. BULGULAR VE TARTIŞMALAR (FINDINGS AND DISCUSSIONS)

VAR analizinde kullanılan değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle, öncelikle değişkenlerin durağan olup olmadığı belirlenmelidir. Bu amaçla, uygulamaya geçmeden önce değişkenlerin durağanlık durumu Augmented Dickey-Fuller ve Phillips-Perron birim kök testine göre araştırılmıştır. Burada verilerin çalışmaya hazır hale getirilmesi için durağanlık şartını sağlayıp sağlamadıkları, hipotez testleri ve bazı diagnostik testler yardımıyla değerlendirilerek, seriler durağan hale getirilmiş ve toplam 4 değişkenli bir VAR modeli oluşturulmuştur. Negatif değer içeren serilerin logaritması alınmadığından ya da seriyi pozitif hale getirerek yapılan bir çalışma gerçeği yansıtmayacağı için; DYYO değişkeni logaritması alınmadan modele dâhil edilmiştir. Reel GSYİH değişkenine ait verilerin hesaplama yöntemleri farklılık arz ettiğinden, 1987 bazlı veriler ile 1998 bazlı verilerin dönüşümü gerçekleştirilerek düzenlenmiş; ayrıca Reel GSYİH değişkenine ait mevsimsellik tespit edilmiş bu yüzden mevsimsellik giderilerek modele dâhil edilmiştir. Değişkenlere ait durağanlık test sonuçları Tablo 1'de verilmiştir. Tabloda da görüldüğü gibi; ADF ve PP test istatistiklerinin mutlak değerleri, kritik tablo değerlerinin mutlak değerlerinden küçüktür. Dolayısıyla da değişkenler düzey değerlerinde durağan değildir. Bu nedenle değişkenlerin birinci farkları alınarak analize devam edilmesi gerektiği görülmüştür.

Tablo 1. Durağanlık analiz testi sonuçları
(Table 1. Stationarity test analysis results)

Değişkenler	Test Seviyesi	ADF			PP		Karar
		Trendli	Trendsiz	Gecikme	Trendli	Trendsiz	
GSYİH	Düzye	0,481	0,518	0	-2,083	0,417	I (1)
	Birinci fark	-7,790***	-7,771		-7,790***	-7,771	
MEVO	Düzye	-0,038	-4,806	0	-0,148	-4,341	I (1)
	Birinci fark	-7,293***	-5,951		-7,176***	-5,935	
DYYO	Düzye	-2,596	-1,920	1	-5,633	-3,969	I (1)
	Birinci fark	-10,858***	-10,922		-18,892***	-18,780	
KAPO	Düzye	-2,104	-3,878	0	-1,698	-4,200	I (1)
	Birinci fark	-9,55***	-3,878		-17,874***	-12,628	

*** %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir.



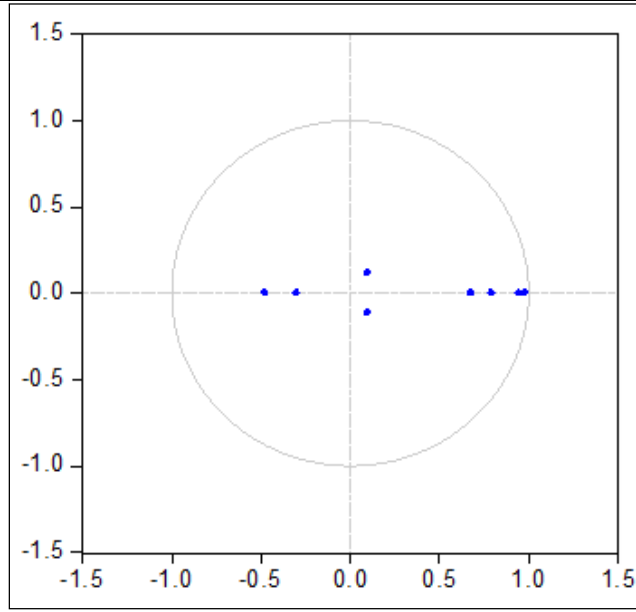
Tablo 1’de yer alan değişkenlerin I(0) durağan olmadıkları saptanmış birinci farkı alınarak %5 değerlerinde durağan hale getirilmiştir. Durağanlık test sonuçlarına göre bütün seriler I(1) konumundadır. Serilerin aynı dereceden durağan hale gelmesi eş-bütünleşme analizi açısından bir ön koşuldur. Bundan sonraki aşama, seriler için VAR (Vector Auto Regressive) modelinin kurulması ve uygun gecikme uzunluğu seçilmesidir. Kurulan VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu sonuçları Tablo 2’de verilmektedir. VAR analizinde gecikme sayısı, SC veya AIC’ye göre tespit edilir. Ancak, AIC ve SC’ye göre belirlenen gecikme sayılarına göre yapılan analizlerde oto-korelasyon problemiyle karşılaşılabilir. Bu nedenle, analizde gecikme sayısı oto-korelasyon testi yapılarak araştırılmıştır. Oto-korelasyon olmadığı minimum gecikme sayısı, VAR analizinin ideal gecikme sayısı olarak alınmıştır. Tablo 2’ye göre ideal gecikme sayısı 2 olarak belirlenmiştir.

Tablo 2. VAR gecikme uzunluğunun belirlenmesi
(Tablo 2. Test results of var lag length)

Gecikme Uzunluğu	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	382.2418	NA	6.36e-10	-9.824462	-9.702706	-9.775761
1	751.4190	690.4093	6.60e-14	-18.99790	-18.38911*	-18.75439*
2	769.1483	31.31416	6.34e14*	-19.04281*	-17.94701	-18.60450
3	782.5874	22.34023	6.83e-14	-18.97629	-17.39347	-18.34318
4	795.0039	19.35040	7.62e-14	-18.88322	-16.81336	-18.05529

* İlgili kritere göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

LR, Ardışık Uyumlaştırılmış LR test istatistiğini; FPE, son tahmin kriterini; AIC, Akaike Bilgi Kriterini; SC, Schwarz Bilgi Kriterini ve HQ, Hannan-Quinn Bilgi Kriterini temsil etmektedir. Gecikme uzunluğu belirlendikten sonra hata terimlerine ait testlerin ve tahmin edilen VAR modelinin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Modelin durağanlığı veya istikrarlılığı katsayı matrisinin öz-değerlerine (eigen value) bağlıdır. Eğer katsayı matrisine ait öz-değerlerin hepsi birim çemberin içinde ise, sistem istikrarlı ya da durağan denilmektedir. Öz-değerlerin en az bir tanesinin çemberin dışında kalması durumunda sistem durağan özellik göstermediğini ve yapılan modelin tutarlı sonuçlar vermeyeceğini göstermektedir (Özcan ve Arı, 2011: 121-141). Bu çalışmada katsayı matrisine ait öz-değerlerin hepsi çemberin içinde yer aldığından; model durağan ve istikrarlıdır.



Şekil 1. VAR istikrar koşulu
(Figure 1. VAR stability condition)

Şekil 1 incelendiğinde, seçilen gecikme uzunluğunun VAR istikrar koşulunu sağlamakta olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, sistemin karakteristik kökleri birim çemberin içinde yer almaktadır. Bundan sonraki aşama seriler arasında eş-bütünleşme yani, uzun dönemli ilişki olup olmadığının belirlenmesidir. Çalışmamızda seriler arasında uzun dönemli ilişkinin incelenmesinde Johansen-Juselius (1990) tarafından geliştirilmiş eş bütünleşme test yöntemine başvurulmuştur. Tablo 3'de Johansen-Juselius (1990) maksimum olabilirlik eş bütünleşme testi sonuçları verilmektedir. Gecikme sayısı, kısıtsız VAR modelinden Akaike (AIC) kriteri yardımıyla belirlenmiştir.

Tablo 3. Johansen eş-bütünleşme testi sonuçları
(Table 3. Johansen co-integration test results)

İz (Trace) Testi				Maksimum Öz-değer (Eigenvalue) Testi			
H0	H1	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer	H0	H1	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer
r=0	r≥1	54.32928*	47.85613	r=0	r=1	28.78978*	27.58434
r≤1	r≥2	25.53950	29.79707	r≤1	r=2	15.89199	21.13162

* %5 önem düzeyinde temel hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Eş-bütünleşme analizi sonuçları, diziler arası uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Bu sonuca olabilirlik oran istatistiği değerleri ile tablo değerlerinin karşılaştırılması sonucunda ulaşılmıştır. Ho:r=0 (Eş-bütünleşme denklemi oluşturulamaz) şeklindeki yokluk hipotezi Trace istatistik değeri (54.32928) ve Max. Eigen test istatistik değeri (28.78978), tablo değerinden büyük değerler olduğu için yokluk hipotezi ret istatistiğine göre en az bir tane eş-bütünleşme denklemi yazılabilmektedir. Yani seriler arasında bir tane uzun dönemli bir ilişki mevcuttur. Reel GSYİH, kapitalizasyon oranı, DYY ve mevduat değişkenleri kullanılarak oluşturulan uzun dönemli ilişki aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır.



Tablo 4. Normalize edilmiş eş-bütünleşme vektörü
(Table 4. Normalized co-integration vector)

RGSYİH	KAPO	DYY	MEVO
LRGSYİH_SA 1.000000	9.859079 (3.00915)	-0.383549 (3.17529)	-13.26254 (3.26181)

Tablo 4 verilerine göre düzenlenen eş-bütünleşme denklemi aşağıdaki gibi oluşturulabilir:

$$\text{LN RGSYİH_SA} = - 9.859079 \text{ LN KAPO} + 0.383549 \text{ DYYO} + 13.26254 \text{ LN MEVO}$$

Değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiyi gösteren modelin tahmin edilen katsayıları yukarıdaki denklemde gösterilmektedir. Denklemde de görüldüğü üzere, MEVO'daki %1'lik artış RGSYİH'ı %13 artırmaktadır. Bu değer oldukça yüksek çıkmıştır. DYYO'da meydana gelen bir birimlik artış RGSYİH'ı 10.38 birim artırmaktadır. Öte yandan sermaye piyasası kapitalizasyon oranı ile yurtiçi hasıla arasındaki ilişki teorik beklentinin tersi yönünde çıkmıştır. Bu durum Türkiye'de sermaye piyasasının kırılma yapısının yüksek düzeyde olduğundan, sermaye piyasasının iç ve dış şoklar karşısındaki duyarlılığını artırmasından kaynaklanabilir.

Bilindiği gibi Türkiye ekonomisine gelen yabancı kaynaklar DYY ya da kısa vadeli amaçlar için sıcak para olarak para ve sermaye piyasasına akmaktadır. Para ve sermaye piyasasına gelen kaynaklar daha çok spekülatif hareketlidir. Bu sebeple KAPO negatif değer alırken, DYY'nin pozitif değer alması beklenmektedir. Ayrıca ortalama %70 oranında yabancı katılımcıların yer aldığı BİST'de işlem gören şirket hisse değerlerindeki değişim şirket performansından kaynaklanmamakta; sadece yatırımcının kazancını artırmaktadır. Kapitalizasyon oranındaki %1'lik artış RGSYİH'ı %9,8 azaltmaktadır. Böylece belirsizlik ortamında ani fon çıkışlarının yaşandığı bu piyasada kazançların önemli kısmının ülke dışına transfer edilmesiyle ekonomik büyüme performansının olumsuz etkilendiği görülmektedir.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER (CONCLUSION AND RECOMMENDATIONS)

1980'li yılların ortalarından itibaren gelişen içsel büyüme modelleri geleneksel büyüme modellerinden farklı olarak, finansal ve dış ticaret liberalizasyonlarının ülkelerin yabancı sermaye ile kaynak açığını gidermesi, teknoloji ve bilgi transferi yoluyla üretimlerini artırması sonucunda uzun dönemde de büyümenin devam edeceğini varsaymaktadır. Bu bağlamda yeterli sermaye ve tasarruf birikimine sahip olmayan gelişmekte olan ülkeler, dünyada yaşanan konjonktürün etkisiyle, korumacı politikalarından vazgeçerek büyüme ve kalkınma sürecinde dışa açık politikaları benimsemeye başlamışlardır. Bu yüzden Türkiye'de, birçok gelişmekte olan ülke gibi, istikrar programlarının bir parçası olarak liberalizasyon uygulamalarına 1980 yılında yürürlüğe giren 24 Ocak Kararları'yla başlamıştır. 1989 yılından itibaren ise finansal piyasaların liberalleşmesiyle birlikte dışa açık bir ekonomi konumuna gelmiştir.

Çalışmamızda 1992:1-2013:3 döneminde Türkiye ekonomisine ait üçer aylık veriler Johansen eş-bütünleşme yardımıyla finansal gelişme, DYY ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki incelenmiştir. Eş-bütünleşme testi sonuçlarına göre, uzun dönemde vadeli ve vadesiz mevduatlarda meydana gelen %1'lik artış RGSYİH'ı %13,2 ve DYY'lerde meydana gelen bir birimlik artış ise RGSYİH'ı 10,38 birim artırmaktadır. Diğer yandan, sermaye piyasası kapitalizasyon oranı ile RGSYİH arasındaki ilişki teorik beklentinin tersi yönünde çıkmıştır. Kapitalizasyon oranındaki %1'lik artış RGSYİH'ı %9,8 azaltmaktadır. Sermaye piyasasının kırılma yapısının yüksek düzeyde olması



sermaye piyasasının iç ve dış şoklar karşısındaki duyarlılığını artırmaktadır. Bu bağlamda, belirsizlik ortamında ani fon çıkışlarının yüksek düzeyde olması büyüme olumsuz etkilemektedir.

Sonuç olarak; uzun dönemde -sermaye piyasası değişkeni hariç-DYY'ler ve mevduatlar büyüme olumlu etkilemektedir. Türkiye'de büyümenin açıklanmasında banka temelli finansal yapının ağırlıkta olduğu; sermaye piyasasının ise yeterli derecede gelişmemesinden dolayı büyüme desteklemediği görülmektedir. Diğer yandan, DYY'lerin büyüme katkısı pozitif olmakla birlikte, yeterli değildir. Bu bağlamda Türkiye'de ekonomik büyüme sürecini sürdürülebilir bir temele oturtmak ve refah artışının kalıcı olmasını sağlamak amacıyla, sermaye piyasasını geliştirecek, fon akımlarını hızlandıracak, yurt içi tasarrufları arttıracak ve DYY girişlerini teşvik edecek iktisat politikalarının uygulanması önerilmektedir. Ayrıca çalışma, hem ele aldığı örneklem dönemi itibari ile ve hem de kullandığı açıklayıcı değişkenler itibariyle benzer çalışmalardan farklılaşarak ampirik literatüre katkı sağlayabilecektir.

KAYNAKLAR (REFERENCES)

- Adeniyi, O., Omisakin, O., Egwaikhide, F.O. and Oyinlola, A., (2012). Foreign Direct Investment, Economic Growth and Financial Sector Development in Small Open Developing Economies, Economic Analysis ve Policy, Vol:42, No:1, pp:1.
- Aizhan, K. and Diana, M., (2013). Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Gelişme: Kazakistan Örneği , Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi, Sayı:4, ss:20-31.
- Ang, J.B., (2009). Foreign Direct Investment and Its Impact on the Thai Economy: The Role of Financial Development, J Econ Finance, ss.316-323.
- Aslan, Ö. ve Korap, H.L, (2006). Türkiye'de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (İlke), Sayı:17, ss:1-20.
- Aslan, Ö., ve Küçükaksoy, İ., (2006). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama, Ekonometri ve İstatistik, No:4, ss:12-28.
- Babatunde, A.F., (2011). Financial Development, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Challenges for Developing Countries, Business Economics, Vol:12, No:3, pp:1.
- Bagehot, W., (1873). Description of the Money Market, New York: Richard D. Irwin.
- Bencivenga, V.R., and Smith, B.D., (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth, Review of Economic Studies, Vol:58, No:2, ss:195-209.
- Büyükşalvarcı, A., (2006). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bankacılık Sektörü Örneği (1990-2005), Muhasebe ve Finans Dergisi, Sayı:38, ss:182-198.
- Ceylan, R. ve Başer, S., (2014). Türkiye'de Petrol Tüketimi İle Reel GSYİH Arasındaki Uzun Dönem İlişkinin Johansen Eş-Bütünleşme Yöntemi İle Analiz Edilmesi, İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Cilt:5, Sayı:2, ss:47-60.
- Chee-Keong, C. and Lim, K., (2009). Foreign Direct Investment, Financial Development, and Economic Growth: The Case of Malaysia, Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies, Vol:2, No:1, pp:13-30.
- Choong, C., (2012). Does Domestic Financial Development Enhance the Linkages between Foreign Direct Investment and Economic Growth?, Empir Econ, Vol:42, No:8, pp:819-834.



- Demirel, O., (2006). Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyümeye Etkileri ve Türkiye Uygulaması. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Dickey, D.A. and Fuller, W.A., (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root, *Econometrica*, Vol:49, No:4, pp:1057-1072.
- Doğan, E., (2013). Foreign Direct Investment and Economic Growth: A Time Series Analysis of Turkey, 1979-2011, Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Vol:3, No:2, pp:239-252.
- Doğan, H., (2008). Türkiye’de Finans ve Reel Ekonomi İlişkisi: Schumpeter Haklı mıydı? ,İktisat İşletme ve Finans, Cilt:23, Sayı:272, ss:49-79.
- Dönmez, A., (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme ve Dış Ticaret Üzerine Olan Etkileri: Türkiye. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ege, İ., Nazlıoğlu, Ş. ve Bayrakdaroğlu, A., (2008). Financial Development and Economic Growth: Cointegration and Causality Analysis for The Case of Turkey. *Management and Administration Research Center*, No:4, pp:1-5.
- Ekinçi, A., (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt:6, No:2, ss:71-96.
- Engle, R. and Granger, C.W.J., (1987). Cointegration and Error Correction Representation, Estimation and Testing, *Econometrica*, Vol:55, No:2, pp:251-276.
- Erim, N. ve Türk, A., (2005). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:10, Sayı:2, ss:21-45.
- Gharib, H., (2013). Interactions between Financial Sector Development, Foreign Direct Investment, and Economic Growth in Japan!, Master of Science in Banking and Finance. Gazimağusa, North Cyprus: Eastern Mediterranean University .
- Goldsmith, R., (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Greenwood, J. and Jovanovic, B., (1990). Financial Development, Growth, and The Distribution of Income, *Journal of Political Economy*, Vol:98, No:5, pp:1076-1107.
- Güneş, S., (2013). Finansal Gelişmişlik ve Büyüme Arasındaki Nedensellik Testi: Türkiye Örneği, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt:14, Sayı:1, ss:73-85.
- Güngör, B. ve Yılmaz, Ö., (2008). Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye İçin Bir VAR Modeli, *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt:22, Sayı:1, s:6.
- Hermes, N. and Lensink, R., (2003). Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth, *The Journal of Development Studies*, Vol.38, pp:145-150.
- Hicks, J., (1969). *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press.
- İnce, M., (2011). Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth: An Empirical Analysis for Turkey, *The 2011 Barcelona European Academic Conference*, pp:445-447.



- Johansen, S. and Juselius, K., (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Application to the Demand for Money, *Journal of Economics and Statistics*, Vol:52, pp:169-210.
- Kar, M. and Pentecost, E.J., (2000). Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue. *Economic Research Paper*, No:00/27, pp:3.
- Khan, M.A., (2007). Foreign Direct Investment and Economic Growth : The Role of Domestic Financial Sector, *PIDE Working Papers*, Vol:18, pp:1-2.
- King, R G. and Levine, R., (1997). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, Vol:108, No:3, pp:717-738.
- Korgaonkar, C., (2012). Analysis of the Impact of Financial Development on Foreign Direct Investment: A Data Mining Approach, *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol:3, No:6, pp:3.
- Koyuncu, F.T., (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların İktisadi Büyümeye Etkisi: Türkiye İçin Bir Ekonometrik Analiz, *Anadolu International Conference in Economics*, Eskisehir: Econanadolu.
- Lauro, A., Chanda, A., Özcan, S.K., and Sayek, S., (2003). FDI and Economic Growth: the Rol of Local Financial Markets, *Journal of International Economics*, Vol:64, No:1, pp:1.
- Lee, C.C. and Chang, C.P., (2009). FDI, Financial Development, and Economic Growth: International Evidence, *Journal of Applied Economics*, Vol:12, No:2, pp:249-271.
- Levine, R., (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol:35, No:2, pp:6-18.
- Ljungwall, C. and Li, J., (2007). Financial Sector Development, FDI and Economic Growth in China:China, *Center for Economic Research (CCER) Perking University. Working Paper Series*, No: E2007005.3.
- Lucas, R., (1998). On The Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, Vol:22, No:3, pp:3-42 .
- Mercan, M., ve Peker, O., (2013). Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Ekonometrik Bir Analiz, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt:8, Sayı:1, ss:93-120.
- Nelson, C.R., and Plosser, C.I., (1982). Trends and random walks in macroeconomic time series: Some evidence and implications, *Journal of Monetary Economics*, Vol:10, pp:139-162.
- Omran, M., and Bolbol, A., (2003). Foreign Direct Investment, Financial Development, and Economic Growth: Evidence from The Arab Countries, *Middle East Econ. Fin.*, Vol:1, No:3, pp:231-249.
- Özcan, B., ve Arı, A., (2011). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Ampirik Bir Analizi: Türkiye Örneği, *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, Cilt:2, Sayı:1, ss:121-141.
- Pradhan, P.R., (2010). Financial Deepening, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Are They Cointegrated, *International Journal of Financial Research*, Vol:1, No:1.
- Raheem, I.D., and Oyınlola, M.A., (2013). Foreign Direct Investment - Economic Nexus: The Role of The Level of Financial Sector Development in Africa, *Journal of Economics and International Finance*, Vol:5, No:9, pp:327-337.



-
- Reichert, U., and Weinhold, D., (2001). Causality Tests for Cross-Country Panels: A New Look At FDI and Economic Growth in Developing Countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol:63, No:2, pp:153-171.
 - Robinson, J., (1952). *The Generalization of the General Theory, in The Rate of Interest and Other Essays*. London: MacMillan.
 - Sghaier, I.M. and Abida, Z., (2013). Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth: Empirical Evidence from North African Countries. *Journal of International and Global Economic Studies*, Vol:6, No:1, pp:1.
 - Tsuru, K., (2000). Finance and Growth: Some Theoretical Considerations, and a Review of the Empirical Literature, OECD Economics Department Working Papers, No:228, pp:64.
 - Ünalmış, D., (2002). The Causality between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey, The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Working Paper, No:3, pp:1-11.
 - Zadeh, H.A. and Madani, Y., (2012). Financial Market Development, FDI and Economic Growth in Iran, *J. Basic. Appl. Sci. Res.*, Vol:2, No:1, pp:228-230.