



Araştırma Makalesi • Research Article

Special Issue on *International Conference on Empirical Economics and Social Science (ICEESS' 18)*, 27-28 June, 2018, Bandırma, Turkey

Finansal İstikrar ile Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Ekonomisinde Bir Uygulama

Analysis of the Relationship Between Financial Stability and Foreign Direct Inflows: An Analysis on the Economy of Turkey

Melek Aksu ^{a,*}, Şakir Sakarya ^b, Sadık Aksu ^c

^a Arş Gör., Balıkesir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, 10145, Balıkesir/Türkiye.
ORCID: 0000-0003-2906-1117

^b Prof. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, 10145, Balıkesir/Türkiye.
ORCID: 0000-0003-2510-7384

^c Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 10145, Balıkesir/Türkiye.
ORCID: 0000-0002-7105-6533

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Başvuru tarihi: 10 Ağustos 2018
Düzeltilme tarihi: 28 Ağustos 2018
Kabul tarihi: 30 Ağustos 2018

Anahtar Kelimeler:

Finansal İstikrar
Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri
Kompozit Endeks

ARTICLE INFO

Article history:

Received 10 August 2018
Received in revised form 28 August 2018
Accepted 30 August 2018

Keywords:

Financial Stability
Foreign Direct Investment Inflows
Composite Index

ÖZ

Bu çalışmada finansal istikrar ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Finansal istikrarın ölçülebilmesi için Türkiye ekonomisine yönelik 2007-Q2 ile 2015-Q4 dönemlerini kapsayan finansal gelişmişlik, finansal kırılganlık, finansal sağlamlık, finansal esneklik, makroekonomik esneklik ve küresel risk endeksleri altında otuz dört göstergelyi içeren bir kompozit finansal istikrar endeksi kullanılmıştır. Finansal istikrar endeksi ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasındaki ilişki Granger nedensellik testi ile test edilmiştir. Granger nedensellik testi sonucunda doğrudan yabancı sermaye girişlerinden finansal istikrara doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

ABSTRACT

This study investigates causality between financial stability and foreign direct investment inflows. Firstly, a composite financial stability index is constructed for the economy of Turkey between 2007-Q2 and 2015-Q4. The composite financial stability index is composed of thirty four indicators of financial development, financial vulnerability, financial soundness, financial elasticity, macroeconomic elasticity and global risk indexes. After composing an aggregate financial stability index, the relation between this index and foreign direct investment inflows is analysed by Granger Causality Test. Uni-directional causality from foreign direct investment inflows to financial stability is found.

1. Giriş

Finansal piyasalar ekonomik sistemin beyni olarak görülmektedir ve karar vericilere göre finansal piyasalarda yaşanan bir sıkıntı hem finansal sektörün karını hem de

ekonomik sistemin performansını düşürmektedir (Stiglitz, 1994: 23). İstikrarlı ve güvenilir bir finansal sistem, istikrarlı ve arzu edilen bir performansa sahip ekonomik sistem için gereklidir (Virolainen, 2001: 186). İstikrarlı ekonomik sisteme ulaşmada büyük önem taşıyan finansal piyasaların

* Sorumlu yazar/Corresponding author.
e-posta: maksu@balikesir.edu.tr

analizi ve süregelen gözetimi merkez bankalarının temel fonksiyonudur (Virolainen, 2001: 187). Finansal istikrar, makroekonomik ve parasal istikrarın ve sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) da dahil olmak üzere gelişmiş ülkelerin merkez bankaları finansal istikrarı izlemek ve finansal istikrar raporu yayınlamak için ciddi miktarda kaynak tahsis etmektedir (Fell ve Schinasi, 2005: 102).

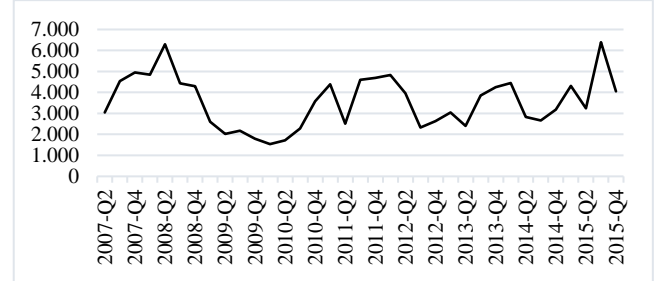
Finansal istikrarın izlenmesi ve değerlendirilmesi merkez bankalarının kolaylıkla yerine getirdiği bir görev değildir çünkü literatürde ve uygulamada finansal istikrarın görüş birliğine varılmış bir tanımı ve ölçüm şekli bulunmamaktadır. Crockett'a (1997) göre finansal istikrar finansal sistemi oluşturan temel kurumların istikrarı (bir müdahale veya destek olmadan yükümlülüklerini sekteye uğratmadan yerine getirebileceklere güven duyulması) ve temel piyasaların istikrarı (piyasa katılımcılarının kısa sürelerde önemli oranlarda değişmeyecek fiyatlardan işlem yapabilmesi) olmak üzere iki unsuru içermektedir. Padoa-Schioppa'ya (2002) göre finansal istikrar, finansal sistemin ekonomideki tasarrufların yatırıma dönüşmemesine ve ödemeler sisteminin bozulmasına imkân vermeden şoklara karşı koyabilmesidir. Schinasi (2004) finansal istikrarı geniş bir perspektifle; bir finansal sistemin, ekonominin performansını desteklemesi ve içsel bazı sebeplerle ya da beklenmeyen önemli olaylar sonucunda ortaya çıkan finansal dengesizlikleri gidermesi olarak tanımlamıştır. FED'e (2015) göre finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarı ve tam istihdam gibi temel para politikalarının tamamlayıcı niteliktedir. İyi işleyen bir finansal sistem tasarrufların etkin bir biçimde yatırıma dönüşmesini, ekonomik büyüme ve istihdam sağlanmasını teşvik etmektedir. TCMB'nin tanımına göre finansal istikrar; finansal piyasaların, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumların ve ödeme sistemlerinin istikrarını temsil etmekte ve bu unsurların şoklara karşı dayanıklılığını ifade etmektedir. Ayrıca istikrar finansal sistemin sağlıklı işlenmesini, dolayısıyla ekonomideki kaynakların üretken bir biçimde tahsisini ve risklerin uygun bir şekilde yönetim ve dağıtımını beraberinde getirmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri literatürde sıklıkla çalışılan bir konu olmasına rağmen finansal istikrarın doğrudan yabancı yatırımın belirleyicisi olup olamayacağı üzerine yapılan az sayıda çalışmaya rastlanmıştır. Bu çalışmanın amacı Türkiye'de finansal istikrar ortamı ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmaktır. Diğer bir ifadeyle çalışmanın amacı Türkiye'de finansal istikrar ortamının mı doğrudan yabancı sermayeyi çekme gücüne sahip olduğunun yoksa doğrudan yabancı sermaye girişlerinin mi finansal istikrar üzerinde etkili olduğunun tespit edilmesidir.

Grafik 1'de araştırmada analiz edilen 2007 yılının ikinci çeyreği ile 2015'in dördüncü çeyreği arasında Türkiye'ye giren doğrudan yabancı sermaye miktarı görülmektedir. Grafik 1'de 2008-2010 aralığında yaşanan global krizde doğrudan yabancı sermaye girişlerinin azaldığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle finansal istikrarın bozulduğu dönemler ile doğrudan yabancı sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerin ortak olduğu görülmektedir. Bu bağlamda finansal istikrar ortamı ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasında bir nedensellik ilişkisi tespit

edileceği düşünülmektedir. Tespit edilecek nedensellik ilişkisinin yönü Türkiye'de finansal istikrar ortamının doğrudan yabancı sermaye girişlerine bağımlı olup olmamasının tespit edilmesi noktasında büyük önem taşımaktadır.

Grafik 1. Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi



Kaynak: TCMB (2018)

Çalışmanın ikinci bölümünde doğrudan yabancı yatırımlar ile finansal istikrar arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Üçüncü bölümde analiz aşamasında kullanılan veriler ve izlenen metodoloji açıklanmıştır. Dördüncü bölüm analiz sonuçlarının değerlendirildiği bölümdür. Beşinci ve son bölümde ise çalışmanın sonucu yer almaktadır.

2. Literatür Araştırması

Literatürde finansal istikrar ile doğrudan yabancı yatırımların ilişkisini inceleyen bazı çalışmalar doğrudan yabancı yatırımların finansal istikrarı artırma gücüne sahip olduğunu ortaya koyarken bazı çalışmalar da doğrudan yabancı yatırımların finansal istikrarı olumsuz etkileyebileceğini öne sürmektedir. Literatürde finansal istikrarın doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen az sayıda çalışmaya rastlanmıştır.

Doğrudan yabancı yatırımlar ülkelere birçok açıdan avantaj sağlamaktadır. İlk olarak doğrudan yabancı sermaye akımları, yatırımları teşvik ederek işçilere ücret geliri sağlar. Böylece hanehalkının geliri artar ve borç yönetimi kolaylaşır. Bu nedenlerle doğrudan yabancı sermayenin finansal istikrarın sağlanması üzerine olumlu etkisinin olduğu söylenebilir (Margeirsson, 2015: 23). Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımları üretim girdilerinde etkinliği artırarak ve kaynakların etkin dağılımını sağlayarak finansal istikrarı pozitif yönde etkileyebilir (Margeirsson, 2015: 24). Ülkeler arası faiz oranı farkları ve döviz kuru beklentileri ile ülkelere gelen sıcak para ani bir biçimde değişebilmekte ve sermaye volatilitesine neden olmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar ise uzun vadeli olmaları nedeniyle daha istikrarlıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar ülkenin üretim kapasitesini artırarak gelecek dönemlerdeki sermaye çıkışları için ihtiyaç duyulacak gelir akışını da sağlamaktadır (Bird ve Rajan, 2002: 2). Doğrudan yabancı sermaye girişleri cari açığın finansmanı için önemli bir kaynaktır. Fakat cari açığın doğrudan yabancı sermaye girişleri ile finanse edilmesi "bağımlılık" yaratabilmektedir (Mencinger, 2008: 7-19). Mencinger'in ifadesine göre doğrudan yabancı yatırımlar etkin politikalar doğrultusunda cari açığın finansmanına kanalize edilebilirse istikrar sağlayıcı bir unsur olabilmektedir. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye finansal kriz dönemlerinde gelişmekte olan ülkeler

için özel sermaye girişi sağlaması ve esnek olması nedeniyle tercih edilebilir (Loungani ve Razin, 2001: 1).

Literatürde, doğrudan yabancı yatırımların portföy yatırımlarına ve diğer yatırımlara göre daha istikrarlı olduğu geniş destek bulmaktadır (Brukoff ve Rother, 2007) fakat 2008 global krizi doğrudan yabancı yatırımların ekonomistler ve hükümetlerin düşündüğü kadar istikrarlı olmadığını göstermiştir (Svrtinov, Trajkovska ve Kostadinovski, 2013). Babecký vd. (2013: 21) çalışmalarında doğrudan yabancı yatırımların pozitif etkilerinin olduğu yönünde görüşlerin yer aldığı çalışmaların aksine doğrudan yabancı sermaye girişlerinin ülkede şiddetli krizler yaratabileceği (istikrarın bozulacağı) sonucuna varmışlardır. Doğrudan yabancı yatırımlar, yatırımcılara ülkenin yatırım yapılabilir derecede güvenilir olduğu sinyalini verir ve ülkeye doğrudan yabancı yatırımlar ile birlikte istikrarsız olarak kabul gören diğer yatırımlar da gelir. Diğer bir ifadeyle doğrudan yabancı yatırımlar dolaylı olarak istikrarı olumsuz etkileyebilecektir (Margeirsson, 2015: 21).

Finansal istikrar doğrudan yabancı yatırımları etkileyen önemli bir unsurdur. İstikrarlı bir finansal sistem, sağlam finansal kurumlar ile birlikte hem genişleme hem de uluslararası durgunluk dönemlerinde yatırımları ülkeye çeker ve sürdürülebilir hale getirir (Albulescu, Briciu ve Coroiu, 2010: 94). Albulescu vd. (2010) çalışmalarında oluşturdukları finansal istikrar endeksinin doğrudan yabancı yatırımların belirleyicisi olup olamayacağını on tane Merkez ve Doğu Avrupa ülkesinde test etmişler ve finansal istikrarın doğrudan yabancı yatırımların belirleyicisi olabileceği sonucuna ulaşmışlardır. Mariana (2011) ve Poulsen ve Hufbauer (2011) global ekonomide yaşanan finansal istikrarsızlıkların ve krizlerin doğrudan yabancı yatırımları azaltacağını savunmaktadır. Ayrıca finansal istikrarsızlık dönemlerinde doğrudan yabancı yatırımlar da diğer yatırım türleri kadar volatil olabilmektedir (Mariana, 2011: 45). Hausmann ve Fernández-Arias (2000) çalışmasında doğrudan yabancı yatırımların toplam yatırımlara oranının riskli, finansal açıdan gelişmemiş, kurumsal olarak zayıf ülkelerde yüksek olduğunu ifade etmektedir. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımların artmasının ülkeler açısından bir finansal sağlık göstergesi olmadığını savunmaktadır.

Literatürde finansal istikrar ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların çoğunluğu teorik çalışmadır. Uygulamalı çalışma olarak Albulescu vd.'nin (2010) çalışmasına rastlanmıştır. Bu bağlamda bu çalışmanın finansal istikrar ile doğrudan yabancı sermaye girişi arasındaki ilişkiyi bir uygulama ile ortaya koyması gerekçesiyle literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

3. Veri ve Yöntem

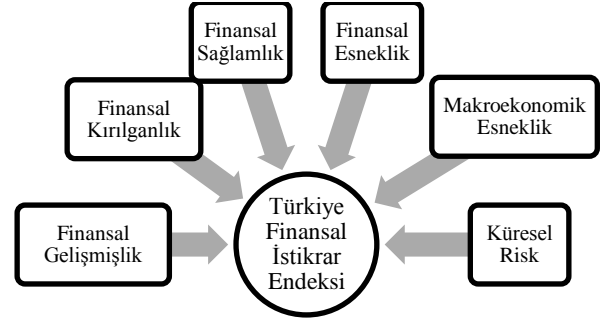
Bu çalışmada Türkiye ekonomisi için Aksu'nun (2017) 2007-Q2 ile 2015-Q4 dönemleri için önermiş olduğu finansal istikrar endeksi (FİE) ve ilgili dönemde TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan doğrudan yabancı sermaye girişi (DYS) verileri kullanılmıştır. Çalışmada DYS serisinin logaritması kullanılmıştır.

Finansal istikrarın ölçümünde finansal istikrarın çok boyutluluğunu değerlendirebilmek için kompozit endeksler kullanılmaktadır. Kompozit endeksler birden fazla gösterge bir araya getirilerek oluşturulmaktadır. Finansal istikrar

endeksleri, finansal istikrarın çeşitli boyutlarını yansıtan göstergelerin birleştirilmesidir (Morris, 2011: 36).

Türkiye ekonomisi için oluşturulan finansal istikrar endeksinde Şekil 1'de gösterilmekte olan finansal gelişmişlik, finansal kırılganlık, finansal sağlamlık, finansal esneklik, makroekonomik esneklik ve küresel risk olmak üzere altı alt endeks kullanılmıştır. Altı endeks içerisinde toplam otuz dört gösterge incelenmiş ve kompozit endeks oluşturmak üzere toplulaştırılmıştır. Göstergelerin verilerine ulaşımın sınırlı olması nedeniyle araştırmada 2007-Q2 ile 2015-Q4 arası dönemler incelenmiştir.

Şekil 1. Finansal İstikrar Endeksi Alt Bileşenleri



Göstergelerin analize uygun hale getirilebilmesi için veriler [0-1] aralığında aşağıda yer alan denklem aracılığıyla normalize edilmiştir.

$$x_{normalize} = \frac{x - x_{min}}{x_{max} - x_{min}} \quad (1)$$

Sonraki aşamada göstergeler ait oldukları alt endeksler içerisinde eşit ağırlıklandırılarak toplulaştırılmıştır. Göstergeler, ağırlıkları ve göstergelerin ait oldukları endekse etki yönleri Ek 1'de verilmektedir.

Alt endekslerin ve finansal istikrar endeksinin hesaplanmasında aşağıda yer alan denklemler kullanılmıştır.

$$FGE = 0,33[FGE_1 + FGE_2 + FGE_3]$$

$$FKE = 0,09[-FKE_1 + FKE_2 + FKE_3 + FKE_4 - FKE_5 - FKE_6 - FKE_7 + FKE_8 - FKE_9 - FKE_{10} - FKE_{11}]$$

$$FSE = 0,166 [0,33(FSE_{1a} + FSE_{1b} - FSE_{1c}) + 0,5(FSE_{2b} - FSE_{2a}) + 0,25(FSE_{3a} + FSE_{3b} + FSE_{3c} - FSE_{3d}) + 0,5(FSE_{4a} + FSE_{4b}) - FSE_{5a} + FSE_6]$$

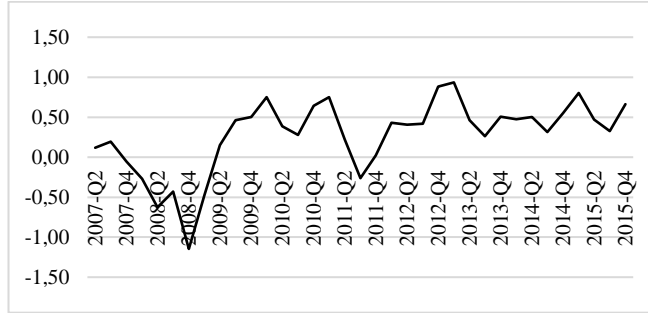
$$FEE = 0,33[FEE_1 + FEE_2 - FEE_3]$$

$$MEE = 0,33[-MEE_1 - MEE_2 - MEE_3]$$

$$KRE = KRE_1$$

$$FİE = FGE - FKE + FSE + FEE + MEE - KRE$$

Türkiye ekonomisi için 2007-Q2 ile 2015-Q4 dönemleri arasında oluşturulan finansal istikrar endeksi Grafik 2'de sunulmuştur.

Grafik 2. Finansal İstikrar Endeksi (2007Q2-2015Q4)

Çalışmada elde edilen finansal istikrar endeksi ile doğrudan yabancı sermaye girişleri arasındaki nedensellik ilişkisi Granger nedensellik testi ile test edilmiştir.

Granger nedensellik testi, aşağıdaki modeller yardımıyla gerçekleştirilmektedir:

$$X_t = \sum_{i=1}^m a_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m \beta_i Y_{t-i} + u_t \quad (2)$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^m \theta_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \gamma_i X_{t-i} + u_t \quad (3)$$

Denklemler 2'de X'in tahminine Y'nin gecikmeli (geçmiş) değerlerinin eklenmesi, X'in öngörü performansını artırıyor, Y, X'in bir nedenidir denir. Diğer bir ifadeyle; Y, X'i etkilemektedir. Granger nedensellik testi ile test edilen hipotezler aşağıdaki gibidir.

$H_0: \forall \beta_i = 0$ yani Y'den X'e doğru bir nedensellik ilişkisi yoktur.

$H_1: \exists \beta_i \neq 0$ yani Y'den X'e doğru bir nedensellik ilişkisi vardır.

Granger nedensellik testi, denklem 2'deki β_i 'lerin grup halinde sıfıra eşit olup olmadığını incelemektedir. β_i katsayıları, belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı bulunursa, Y'nin, X'in bir nedeni olduğu sonucuna varılmaktadır. Yani Y'den X'e doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin var olduğuna karar verilir.

Denklemler 3'teki γ_i 'ler belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı bulunursa, X, Y'nin bir nedenidir. Bu durumda X'ten Y'ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin var olduğuna karar verilir.

Denklemler 2'deki β_i 'lerin ve denklemler 3'teki γ_i 'lerin sıfırdan farklı olması durumunda değişkenler arasında iki yönlü nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Her iki parametrenin sıfır olması durumunda ise değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

4. Ampirik Bulgular

Durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması durumunda sahte regresyon problemiyle karşılaşılabilir (Granger ve Newbold, 1974). Bu nedenle ekonometrik tahminlerde serilerin durağanlığı önemlidir. Serilerin durağanlığı ADF birim kök testi ile incelenmiştir. ADF birim kök testi sonuçları Tablo 1'de gösterilmektedir. ADF test sonuçları DYS serisinin düzeyde durağan olduğu diğer bir ifadeyle

I(0) olduğunu, FİE serisinin ise birinci farkta durağanlaştığı yani I(1) olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 1. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzyen (ADF-t ist.)		Birinci Fark (ADF-t ist.)	
	Sabitli	Sabitli	Sabitli	Sabitli
DYS	-2.708[0]**		-6,848[0]*	
FİE	-1.885[3]		-5,090[2]*	

Köşeli parantez içindeki değerler Akaike Bilgi Kriterine (AIC) göre belirlenen gecikme uzunluğunu göstermektedir. * ve ** sırasıyla %1 ve %10 anlam düzeylerini ifade eder.

Türkiye'nin finansal istikrarı ile doğrudan yabancı sermaye girişi arasındaki ilişkinin yönünün belirlenmesi için Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Granger nedensellik testi için kurulacak VAR modelinde optimum gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ile belirlenerek 2 gecikme alınmıştır. VAR modelinde optimum gecikme uzunluğunun tespit edilmesi için yapılan test sonuçları Tablo 2'de gösterilmektedir. 2 gecikme uzunluğuna sahip kurulan VAR modelinde otokorelasyon ve değişen varyans sorunu bulunmamaktadır.

Tablo 2. Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme	LogL	FPE	AIC	SC	HQ
0	-19.767	0.013	1.360	1.452*	1.391
1	-17.952	0.015	1.497	1.772	1.588
2	-11.247	0.013*	1.328*	1.785	1.480

Granger nedensellik testi sonucu Tablo 3'te gösterilmektedir. Tablo 3'te yer alan sonuçlar değerlendirildiğinde doğrudan yabancı sermaye girişinden finansal istikrara doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3. Granger Nedensellik Testi Sonucu

Nedenselliğin Yönü	F İstatistiği	Olasılık Değeri	Karar
FİE→DYS	1.371	0.271	Finansal istikrardan doğrudan yabancı sermaye girişine doğru bir nedensellik ilişkisi yoktur.
DYS→FİE	4.153	0.026	Doğrudan yabancı sermaye girişinden finansal istikrara doğru bir nedensellik ilişkisi vardır.

5. Sonuç

Finansal istikrarsızlığın ekonomiye olan maliyeti bulaşma ve yayılma etkisinden dolayı oldukça yüksektir. Finansal istikrarsızlık ekonomiyi negatif bir şekilde etkileyerek finansal krize neden olabilmektedir. Finansal istikrar, sağlıklı ve iyi işleyen bir ekonomi için gereklidir. Bu nedenle finansal istikrar ülkelerin merkez bankalarının gündemini oluşturmada ve bu nedenle finansal istikrarın ölçümü için çeşitli endeksler oluşturulmaktadır.

Literatürde finansal istikrarın doğrudan yabancı yatırımın belirleyicisi olabileceğini ifade eden çalışmalar bulunmaktadır. Çalışmaların büyük bir çoğunluğu ise doğrudan yabancı yatırımların finansal istikrar üzerindeki etkisine odaklanmaktadır.

Türkiye’de finansal istikrar ile doğrudan yabancı sermaye girişi arasındaki nedenselliğin incelenmesi amacıyla yapılan bu çalışmada Aksu’nun (2017) Türkiye ekonomisi için 2007-Q2 ile 2015-Q4 dönemleri arasında önermiş olduğu altı farklı alt endeksten ve otuz dört göstergeden oluşan kompozit bir finansal istikrar endeksi kullanılmıştır.

Finansal istikrar ile doğrudan yabancı sermaye girişi arasındaki nedensellik ilişkisi Granger nedensellik testi ile test edilmiştir. Granger nedensellik testi sonucunda doğrudan yabancı sermaye girişlerinden finansal istikrara doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre Türkiye’de finansal istikrar ortamının doğrudan yabancı sermayeyi çekme konusunda etkili olmadığı fakat doğrudan yabancı sermaye girişlerinin finansal istikrar ortamını etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonucun Türkiye’nin finansal istikrar ortamının doğrudan yabancı sermaye girişlerine bağımlılığını ortaya koyduğu düşünülmektedir. Türkiye’nin dış sermaye girişlerine bağımlılığının azaltılması için yurt içi tasarruflar artırılarak yatırıma dönüştürülmelidir. Ayrıca yurt içinde katma değerli üretimin artırılması için Ar-Ge yatırımlarına önem verilmelidir.

Kaynakça

Aksu, S. (2017). *Finansal istikrar göstergeleri ve Türkiye ekonomisi için finansal istikrar endeksi önerisi*. Yüksek Lisans Tezi. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi.

Albulescu, C. T., Briciu, L., & Coroiu, S. I. (2010). Determinants of foreign direct investment in CEECS: The role of financial stability. *Scientific Annals of the "Alexandru Ioan Cuza", Economic Sciences Section, (Special Issue)*, 85-96.

Babecký, J., Havránek, T., Matějů, J., Rusnák, M., Šmídková, K., & Vašíček, B. (2013). Leading indicators of crisis incidence: Evidence from developed countries. *Journal of International Money and Finance*, 35, 1-19.

Bird, G., & Rajan, R. S. (2002). Does FDI guarantee the stability of international capital flows? Evidence from Malaysia. *Development Policy Review*, 20(2), 191-202.

Brukoff, P. & Rother, B. (2007). FDI may not be as stable as governments think. *IMF Survey Magazine: IMF Research*, 29.

Crockett, A. (1997). Why is financial stability a goal of public policy? Symposium of Maintaining Financial Stability in a Global Economy, FED of Kansas City.

FED (2015). Annual Report 2015: Financial Stability. (Erişim: 22.02.2017), <https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/2015-financial-stability.htm>

Fell, J., & Schinasi, G. (2005). Assessing financial stability: exploring the boundaries of analysis. *National Institute Economic Review*, 192, 102-117.

Granger, C. W. J., & Newbold, P. (1974). Spurious regressions in econometrics. *Journal of Econometrics*, 2, 111-120.

Hausmann, R., & Fernández-Arias, E. (2000). Foreign direct investment: Good cholesterol?. Working Paper, No. 417, Washington, DC: Inter-American Development Bank, Research Department.

Loungani, P., & Razin, A. (2001). How beneficial is foreign direct investment for developing countries?. *Finance and Development*, 38(2), 6-9.

Margeirsson, O. (2015). Foreign direct investment: A focused literature review. Working Paper No. 104, Binzagr Institute for Sustainable Prosperity.

Mariana, V. D. (2011). Foreign direct investments during financial crises. *Annals of Faculty of Economics, University of Oradea*, 1(2), 41-45.

Mencinger, J. (2008). Addiction to FDI and current account balance. Working Paper, No. 16, International Centre for Economic Research.

Morris, V. C. (2011). Measuring and forecasting financial stability: The composition of an aggregate financial stability index for Jamaica. *Journal of Business, Finance & Economics in Emerging Economies*, 6(2), 34-51.

Padoa-Schioppa, T. (2002). Central banks and financial stability: exploring a land in between. Gaspar, V., Hartmann, P. ve Sleijpen, O. (Ed.). *The Transformation of the European Financial System*, Second ECB Central Banking Conference. 24-25 October 2002, Frankfurt, Germany, (s.269-310).

Poulsen, L. S., & Hufbauer, G. C. (2011) Foreign direct investment in times of crisis. Working Paper, No. 11-3, Peterson Institute for International Economics.

Schinasi, G. J. (2004). Defining financial stability. Working Paper, No. 04/187. International Monetary Fund.

Stiglitz, J. E. (1994). The role of the state in financial markets. The World Bank Report, No. 14334, (Erişim: 08.09.2018), <http://documents.worldbank.org/curated/en/239281468741290885/The-role-of-the-state-in-financial-markets>

Svrtinov, G., Gorgieva-Trajkovska, O., & Kostadinovski, A. (2013). The impact of financial instability on FDI dynamics. International Scientific Conference: “Finance and Economic Accounting-the Current Situation, Trends and Prospects. (Erişim: 08.09.2018), <http://eprints.ugd.edu.mk/8576/>

TCMB (2018). Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Cumhuriyeti Merkez Bankası. (Erişim: 04.04.2018), <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket>

Virolainen, K. (2001). *Financial stability analysis at the Bank of Finland*. BIS Papers, No. 1 (Marrying the macro and microprudential dimensions of financial stability), 186-196.

Ekler**Ek 1. Finansal İstikrar Endeksi Göstergeleri**

ALT ENDEKSLER	GÖSTERGELER	KOD	ETKİ*	AĞIRLIK
Finansal Gelişmişlik Endeksi (FGE) (+)**	Toplam Kredi/GSYH	FGE ₁	+	0,33
	Borsa İşlem Hacmi/GSYH	FGE ₂	+	0,33
	M2/GSYH	FGE ₃	+	0,33
Finansal Kırılganlık Endeksi (FKE) (-)**	Cari İşlemler Dengesi / GSYH	FKE ₁	+	0,09
	Reel Efektif Döviz Kuru	FKE ₂	+	0,09
	(İthalat-İhracat)/MB rezervi	FKE ₃	+	0,09
	Kısa Vadeli Dış Borç / TCMB Döviz Rezervleri	FKE ₄	+	0,09
	BIST 100 endeksi	FKE ₅	-	0,09
	M2/Döviz Rezervi	FKE ₆	-	0,09
	(Rezerv/Mevduat)/(Nakit/M2)	FKE ₇	-	0,09
	Kredi/Mevduat	FKE ₈	+	0,09
	Döviz Varlıklar/Döviz Yükümlülükler	FKE ₉	-	0,09
	GSYH Büyüme Oranı	FKE ₁₀	-	0,09
	Mevduat/M2	FKE ₁₁	-	0,09
Finansal Sağlamlık Endeksi (FSE) (+)**	Sermaye Yeterliliği	FSE ₁	+	0,167
	Yasal Özkaynak / Risk Ağırlıklı Varlıklar	FSE _{1a}	+	0,33
	Yasal Ana Sermaye / Risk Ağırlıklı Varlıklar	FSE _{1b}	+	0,33
	Net Takipteki Alacaklar / Sermaye	FSE _{1c}	-	0,33
	Varlık Kalitesi	FSE ₂	+	0,167
	Takipteki Alacaklar / Toplam Krediler	FSE _{2a}	-	0,5
	Kredilerin Sektörel Dağılımı/Toplam Krediler	FSE _{2b}	+	0,5
	Karlılık	FSE ₃	+	0,167
	Net Kâr / Toplam Aktifler (Aktif Karlılığı)	FSE _{3a}	+	0,25
	Net Kâr / Özkaynaklar (Özkaynak Karlılığı)	FSE _{3b}	+	0,25
	Faiz Marjı / Toplam Gelir	FSE _{3c}	+	0,25
	Faiz Dışı Giderler / Toplam Gelir	FSE _{3d}	-	0,25
	Likidite	FSE ₄	+	0,167
	Likit Varlıklar / Toplam Varlıklar (Likit Varlık Oranı)	FSE _{4a}	+	0,5
	Likit Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	FSE _{4b}	+	0,5
	Piyasa Riskine Duyarlılık	FSE ₅	-	0,167
	Net Döviz Açık Pozisyonu / Sermaye	FSE _{5a}	+	1
Z Skor	FSE ₆	+	0,167	
Finansal Esneklik Endeksi (FEE) (+)**	Toplam Banka Aktifleri/GSYH	FEE ₁	+	0,33
	Banka Özkaynakları/Toplam Aktif	FEE ₂	+	0,33
	Kaldıraç Oranı	FEE ₃	-	0,33
Makroekonomik Esneklik Endeksi (MEE) (+)**	Genel Bütçe Dengesi / GSYH	MEE ₁	-	0,33
	Hoşnutsuzluk Endeksi (İşsizlik Oranı+Enflasyon Oranı)	MEE ₂	-	0,33
	Dış Borç/GSYH	MEE ₃	-	0,33
Küresel Risk Endeksi (KRE) (-)**	VIX-Risk İştahı	KRE ₁	+	1

* Göstergelerin ait oldukları alt endeks ile korelasyonunu göstermektedir.

**Alt endekslerin finansal istikrar endeksi ile korelasyonunu göstermektedir.

Kaynak: Aksu (2017)