

# TÜRKİYE'DE SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ASİMETRİK ETKİLERİ

## The Asymmetric Effects of Capital Flows on Economic Growth in Turkey

Şükrü APAYDIN\*

### Özet

Yirminci yüzyılı karakterize eden en temel olguların başında küreselleşme gelmektedir. İktisadi açıdan, küreselleşme süreci çerçevesinde ulusal ekonomilerin hem ticari hem de özellikle finansal anlamda serbestleştirilmesi, yani sermaye akımlarının liberalizasyonu ortaya çıkan en önemli uygulamalar olmuştur. Sermaye akımlarının serbestleştirilmesi ve ulusal ekonomilerin dünya piyasalarına açılmasından beklenen, istikrarlı bir ekonomik büyüme ve kaynak dağılım etkinliğinin sağlanması, ülke ekonomisinin rekabet gücünün artırılmasıdır. Bu çalışmada sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki asimetrik etkileri araştırılmaktadır. Bunun nedeni, doğrusal ilişkiler tespit edilemeyen değişkenler arasında doğrusal olmayan ilişkilerin var olabilmesi düşüncesidir. Türkiye'nin 1970-2016 dönemine ilişkin verileri kullanılarak yapılan ampirik analizde, doğrusal olmayan gecikmesi dağıtılmış otoregresif model kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre sermaye akımları, ekonomik büyüme üzerinde asimetrik etkilere sahiptir. Buna göre, sermaye girişleri ekonomik büyümenin artmasına neden olurken, sermaye çıkışları ekonomik büyümenin azalmasına neden olmaktadır. Bulguların ortaya koyduğu en önemli sonuç, sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki pozitif etkisinin, sermaye çıkışlarının negatif etkisinden daha küçük olmasıdır. Bir diğer ifade ile sermaye çıkışlarının yıkıcı etkisinin, Türkiye ekonomisinde daha büyük olduğu gözlenmiştir.

### Anahtar Kelimeler:

Sermaye Akımları,  
Ekonomik Büyüme,  
ARDL, NARDL,  
Türkiye.

### JEL Kodları:

F21, F32, F43,  
C10, O52

### Abstract

Globalization is one of the most fundamental phenomena that characterize the twentieth century. Economically, the liberalization of national economies both in commercial and especially in financial terms within the framework of the globalization process, in other words, liberalization of capital flows has been the most important applications. The liberalization of capital flows and the opening of national economies to world markets are expected to ensure stable economic growth and resource distribution efficiency, and increase the competitiveness of the country's economy. In this study, the asymmetric effects of capital flows on economic growth are investigated. The reason for this is the idea of the existence of nonlinear relationships between the variables that cannot be determined linear relationships. In the empirical analysis conducted using data the period of 1970-2016, the nonlinear autoregressive distributed lag (NARDL) model was used. According to the findings, capital flows have asymmetric effects on economic growth. Accordingly, while capital inflows lead to an increase in economic growth, capital outflows reduce economic growth. The most important result of the findings is that the positive effect of capital inflows on growth is smaller than the negative effect of capital inflows. In other words, the devastating impact of capital outflows has been observed to be greater in the Turkish economy.

### Keywords:

Capital Flows,  
Economic Growth,  
ARDL, NARDL,  
Turkey.

### JEL Codes:

F21, F32, F43,  
C10, O52.

\* Dr. Öğr. Üyesi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, sukruapaydin@nevsehir.edu.tr, ORCID: 0000-0003-4640-8135

## 1. Giriş

1980’li yıllardan günümüze, hangi açıdan ele alınırsa alınsın küreselleşme kavramı, üzerinde en çok durulan ve tartışılan konuların başında gelmektedir. Kavram iktisadi açıdan ele alındığında, ulusal ekonomilerin dünya piyasalarıyla eklenmesi, bu süreçte tüm iktisadi kararların kapitalist dinamiklerle belirlenmesi (Yeldan, 2001, s. 13) şeklinde ele alınabilmektedir. Diğer bir deyişle küreselleşme, piyasaların daha fazla ‘küresel’ ve daha az ‘ulusal’ ya da ‘yerel’ özellikler taşımaya başladığı bir süreç olarak değerlendirilebilmektedir (Organization for Economic Cooperation and Development [OECD], 1997, s. 19). Bu süreç çerçevesinde ulusal ekonomilerin hem ticari ve hem de özellikle finansal anlamda serbestleştirilmesi, yani sermaye akımlarının liberalizasyonu ortaya çıkan en önemli uygulama olmuştur.<sup>1</sup> Ekonomilerin küresel sermaye piyasalarına açılması ve dünya piyasalarıyla ‘bütünleşmesinden’ beklenen, istikrarlı bir ekonomik büyüme ve kaynak dağılım etkinliğinin sağlanarak ulusal ekonomilerin rekabet gücünün artırılmasıdır (Eichengreen vd., 1999, s. 1-2).

Bu beklentiye rağmen, sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1980 sonrası dönem, başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere pek çok ülkede bir dizi ekonomik krizin yaşandığı bir dönem olmuştur.<sup>2</sup> Yaşanan krizlerin peş peşe ve belirli aralıklarla yinelenmesi ve her krizin Arrighi’nin (2000) ‘Sistemik Birikim Daireleri’ne benzer biçimde mali genişleme aşamalarını takip etmesi, özellikle sermaye akımlarının kriz ve konjonktürel dalgalanmalarla birlikte anılmasına yol açmıştır. Çünkü günümüzde ‘genişleme-çöküş çevrimleri’ (boom-bust cycles) olarak adlandırılan süreçte, ekonomiler sermaye girişleriyle genişleme/canlanma aşamasına geçmekte, sermaye çıkışlarıyla krize sürüklenebilmektedir. Bu çevrim boyunca ekonomin reel kesiminde önemli dalgalanmalar gözlemlenebilmektedir (Bank for International Settlements [BIS], 2009; Bordo, 2008; Eichengreen vd., 1999; Ertürk, 2003; Kindleberger, 2007; Tornell ve Westermann, 2002; United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], 2000).

Buradan hareketle çalışmanın amacını, Türkiye’de sermaye giriş ve çıkışlarının ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğinin belirlenmesi oluşturmaktadır. Bu amaç doğrultusunda Türkiye’nin 1970-2016 dönemine ait verilerinin kullanıldığı çalışmada, doğrusal olmayan gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (The Nonlinear Autoregressive Distributed Lag – NARDL) model kullanılmıştır. Bu modelin seçilmesinin temel nedeni, sermaye giriş ve çıkışlarının ayrıştırılarak, ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin ayrı ayrı belirlenmesine imkan tanınmasıdır. Böylelikle sermaye giriş ve çıkışlarının genişleme-çöküş çevrimleri üzerinde yukarıda zikredilen role sahip olup olmadığının belirlenmesi hedeflenmektedir. Nihayet hem seçilen modelin farklılığı hem de incelenen dönemin geniş bir aralığı kapsamı nedeniyle, çalışmanın ilgili ampirik literatüre önemli bir katkı sağlayacağı öngörülmektedir.

---

<sup>1</sup> Ulusal ekonomilerin ticari ve finansal anlamda dışa açılması ya da liberalizasyon uygulamaları sadece 1980’li yıllara özgü bir durum değildir. Kapitalizm tarihi incelendiğinde konuyla ilgili olarak iki dönemden bahsetmek mümkündür. Bunlardan birincisi 1870-1914 dönemini kapsayan ve Arrighi’nin (2000) İngiliz Hegemonya Dönemi içindeki bir dönem olarak ele aldığı Klasik Liberalizm, ikincisi ise yirminci yüzyılın son çeyreğinden günümüze kadar süren dönemi kapsayan ve yine Arrighi’nin (2000) Amerikan Hegemonya dönemi içinde bir dönem olarak nitelendirdiği Neoliberalizm dönemidir.

<sup>2</sup> Bunların belli başlıları 1987 Amerika, 1992-1993 Avrupa, 1994-1995 Meksika ve Türkiye, 1997-1998 Asya, 1998 Rusya ve Türkiye, 1999 Brezilya, 2000-2001 Türkiye, 2002 Arjantin ve nihayet 2007-2008 Küresel Finans Krizi şeklinde sıralanabilir. Benzer şekilde ilk küreselleşme dönemi dikkate alındığında Mitchell (1951, s. 43) 1873, 1884, 1893, 1903 ve 1907 yıllarında yaşanan beş büyük krize işaret etmektedir.

## 2. Teorik ve Ampirik Literatür

Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerine yönelik teorik ve politik tartışmaları, temel olarak üç ana grupta ele almak mümkündür.

Birinci grupta hem 1870-1914 küreselleşme dönemine hem de 1980 sonrası neoliberal döneme damgasını vuran Klasik iktisat geleneği olarak da ele alınabilecek olan ‘Bırakınız yapınlar’ yaklaşımı yer almaktadır. Bu yaklaşımın temel hareket noktası, ekonominin kendiliğinden ve daima tam istihdam düzeyinde dengeye geldiği, kendi haline bırakıldığında ekonomilerde herhangi bir kriz ya da dalgalanmanın ortaya çıkmayacağı, çıksa bile piyasanın ‘görünmeyen eli’ tarafından bu dengesizliklerin otomatik olarak giderileceği düşüncesidir (Blaug, 1978, s. 59, 153-156; Schumpeter, 1954, s. 738; Smith, 1776, s. 349-350). Piyasaların kendi kendini dengeye getireceği inancı, uluslararası ölçekte tam sermaye hareketliliği düşüncesini de içinde barındırmaktadır. Etkin Piyasa Hipotezi ile McKinnon-Shaw veya Finansal Baskı hipotezinde şekillenen bu yaklaşımın görüşlerine göre, tam sermaye hareketliliği, sermayenin bol olduğu ülkelerden tasarruf sıkıntısı içindeki ülkelere kaymasına yol açacak ve bu ülkeler açısından finansman kolaylığı yaratacaktır. Böylelikle sermayenin etkin ve en verimli alanlarda kullanılmasını sağlayarak kaynak dağılım etkinliğinin ve istikrarlı bir ekonomik büyümenin yakalanmasına hizmet edecektir (Eichengreen vd., 1999, s. 1-2).

Buna karşılık Keynesyen ve Marksist yaklaşımlarda tam tersi görüşler ileri sürülmektedir. Keynesyen analizde paranın bir servet biriktirme aracı olduğuna vurgu yapılarak, özellikle finansal piyasalarda ortaya çıkan aksaklıklar nedeniyle sermaye hareketliliğinin istikrar getirmek yerine istikrarsızlığı artıracığı, sektörel asimetrisi artırarak ticareti yapılamayan sektörler lehine sonuçları ortaya çıkaracağı savunulur. Marksist yaklaşımda ise paranın sermaye olduğuna dikkat çekilerek, para sermayenin finansal piyasalarda giderek egemenlik kuracağı<sup>3</sup>, bu sistem içinde paranın gittikçe kendini bir amaç olarak göreceği ve böylelikle, reel ve parasal kesimlerin birbirinden uzaklaşarak istikrarsızlıkların artmasına neden olacağı savunulmaktadır. Sonuç ekonominin sermaye giriş-çıkışlarına bağlı olarak genişleme-çöküş çevrimlerine maruz kalmasıdır (Arestis ve Glickman, 2002; Davidson, 1998; Dow, 1986-87; Kregel, 1998; Mishkin, 1996, 1998, 1999; Palley, 1999; Marx, 1867, s. 146-149, Marx, 1894, s. 221, 226).

Finansal küreselleşme/liberalizasyonun ekonomi üzerindeki etkilerine yönelik tartışmalar devam ederken, beklenileceği gibi, konuyla ilgili oldukça geniş bir ampirik literatür de oluşmuş ve oluşmaya devam etmektedir. Bu çerçevede dünya literatüründe farklı ülke, farklı dönem, farklı ekonometrik yöntemler ve farklı değişkenler kullanılarak yapılan çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemde pozitif yönlü bir ilişki olduğunu gösteren çalışmalardan bazıları King ve Levine (1993a, 1993b), Levine (1997, 2003) Rajan ve Zingales (1998), Levine, Loayza ve Beck (2000), Beck ve Levine (2004), Beck, Levine ve Loayza (2000) ve Beck, Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (2005) şeklinde sıralanabilir. Law ve Singh’in (2014) ifade ettikleri gibi, bu çalışmalarda iddia edilen temel düşünce, finansal gelişmenin (ve dolayısıyla açık ya da örtük olarak finansal liberalizasyonun)

---

<sup>3</sup> Kapitalizmin ‘piyasa ilkesi’ temelinde tanımlanması gerektiğine işaret eden Eren (2014), söz konusu olguya yine bu ilke çerçevesinde farklı ve geniş bir bakış açısıyla dikkat çekmektedir. Piyasa ilkesinin üç ayırt edici özelliği olduğunu vurgulayan Eren (2014: 143-145), amacı her defasında daha çok kar elde etmek ve sermaye birikimini devam ettirmek olan sermayenin, bu egemenliği iktisadi mekanizmaları kullanarak elde edeceğine piyasa ilkesini referans alarak açıklamaktadır.

ekonomik büyümeyi teşvik edeceği ve böylelikle “ne kadar çok finans o kadar fazla büyüme” şeklinde özetlenebilecek önermedir.

Öte yandan, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri inceleyen ampirik literatürde bir diğer araştırma çizgisi de gelişmiştir. Farklı değişkenlerin kullanıldığı ve genel olarak panel data ve yatay kesit analizlerine dayalı olarak yapılan bazı çalışmalarda, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal olmayan ilişkiler bulunduğu, finansal gelişmenin belirli bir düzeye ulaştıktan sonra ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceği savunulmaktadır (Rioja ve Valev, 2004a). Buna karşın Shen ve Lee (2006), iki değişken arasında ters U şeklinde doğrusal olmayan bir ilişki bulunduğunu, finansal gelişme en yüksek düzeye ulaştıktan sonra ekonomik büyümenin azaldığını ifade etmektedir. Bunun dışında yapılan çalışmalarda, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre de farklılaşabileceği ifade edilmektedir. Örneğin Rioja ve Valev (2004b), söz konusu ilişkinin düşük gelirli ülkelerde anlamsız olduğunu, buna karşın orta gelirli ülkelerde pozitif ve anlamlı iken yüksek gelirli ülkelerde anlamlılık düzeyinin zayıfladığına dikkat çekmektedir. Öte yandan Huang ve Lin (2009) finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkinin, yüksek gelirli ülkelere göre düşük ve orta gelirli ülkelerde çok daha fazla önemli olduğu bulgusuna ulaşmaktadır.<sup>4</sup>

2000’li yılların ortalarından itibaren gelişen bir başka ampirik literatür çizgisi, küreselleşme endekslerinin kullanıldığı çalışmalar olmuştur. Elde ettikleri bulgulara göre bu çalışmaları üç grupta değerlendirmek mümkündür. Bunlardan birincisi, hem genel küreselleşme endeksi düzeyinde hem de ekonomik, politik ve sosyal küreselleşme endeksleri gibi alt endeksler düzeyinde küreselleşme ile büyüme arasında pozitif ilişkinin bulunduğu çalışmalardır.<sup>5</sup> İkinci grup çalışmalarda küreselleşmenin hem genel hem de alt endeksler düzeyinde ekonomik büyümeyi ya hiç etkilemediği ya da etkilese bile bu etkinin sınırlı ya da negatif olduğu bulgusunun elde edildiği çalışmalardır.<sup>6</sup>

Türkiye ekonomisine yönelik olarak ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkilerine odaklanılan az sayıdaki bazı çalışmalarda ise genel olarak finansal liberalizasyonun aleyhine bulgulara ulaşılmaktadır.

Örneğin kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkilerini VAR modeliyle inceleyen çalışmada Danişoğlu (1999), sermaye akımlarının faiz oranları aracılığıyla sanayi üretimi üzerinde önemli etkilere sahip olduğu bulgusuna ulaşmaktadır. Çimenoğlu ve Yentürk (2005) ise kısa vadeli sermaye akımlarının tüketim harcamaları aracılığıyla üretim ve yatırımı etkilediğini rapor etmektedir. Banka kredi kanalının sınındığı çalışmada ayrıca, sermaye hareketlerinin ticarete konu olmayan sektörler lehine etkileşim ortaya koyduğu sonucuna varılmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkilerinin incelendiği çalışmada İnel ve Sungur (2003), Türkiye’de ekonomik değişkenlerin sermaye girişlerinden olumlu, çıkışlarından olumsuz etkilendiğini bulmuştur. Bununla birlikte değişkenler arasında kararlı ve kalıcı bir

<sup>4</sup> Konuyla ilgili olarak oldukça kapsamlı literatür taraması için Levine (2002, 2003), Kose, Prasad, Rogoff ve Wei (2010), Schularick ve Steger (2010) çalışmalarına bakılabilir.

<sup>5</sup> Bu çalışmaların örnekleri arasında Dreher (2006), Dreher, Gaston ve Martens (2008), Chang ve Lee (2011), Chang, Berdiev ve Lee (2013), Villaverde ve Maza (2011), Leita (2013), Gurgul ve Lach (2014), Ying, Chang ve Lee (2014), Hayaloğlu, Kalaycı ve Artan (2015), Suci, Asmara ve Mulatsih (2015), Doğan ve Can (2016) ve Türedi (2016) sayılabilir.

<sup>6</sup> Bunlara örnek olarak Sapkota (2010), Osterloh (2012), Kocourek, Laboutková ve Bednářová (2013), Altiner, Bozkurt ve Toktaş (2018) ile Eren ve Cütçü (2018) tarafından yapılan çalışmalar gösterilebilir.

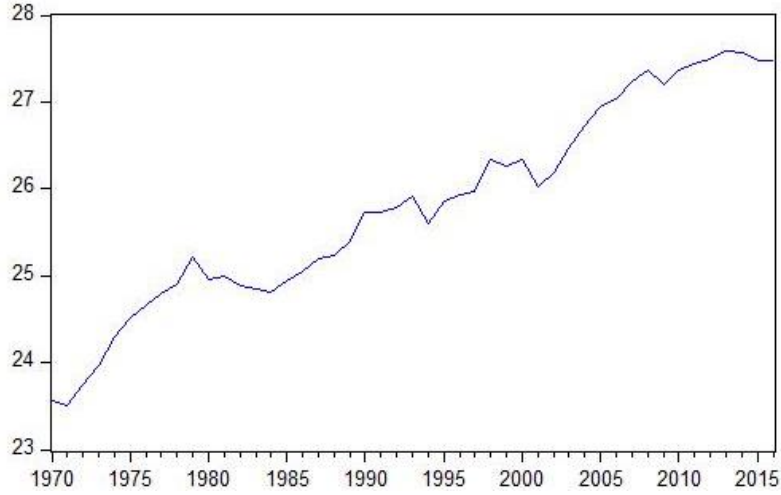
ilişkinin olmadığı, kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomik dengelerin bozulmasına ve oynaklıkların artmasına neden olduğu sonucu, aynı çalışmanın bulguları arasındadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, dvız kuru ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin inceleyen Aslan, Terzi ve Siampan (2014), kısa vadeli sermayeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü, kısa vadeli sermaye ile reel dvız kuru arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit etmektedir. Etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayırıtırmasının yapıldığı çalışmada ayrıca, alınacak kararlarda reel dvız kuru – kısa vadeli sermaye ilişkisinin dikkate alınması gerektiği vurgusu yapılmaktadır. Son olarak Apaydın ve şahin (2017), dvız kuru kanalı çerçevesinde yapısal VAR yöntemi ile yaptıkları analiz sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde uzun dönemde kalıcı etkilere sahip ve önemli bir istikrarsızlık kaynağı olduğu bulgusuna ulaşmaktadır. Aynı alışma ayrıca, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ticareti yapılamayan sektörler lehine bir gelişim ortaya koyarak, kaynak dağılım etkinliği ve ülkenin rekabet gücünü olumsuz yönde etkilediğini ayrı bir model çerçevesinde sonuçlandırmaktadır.

zetlenmeye çalışılan ampirik literatür göz önüne alındığında, kapsanan yöntem, dönem ve/veya değişkenler bakımından bu çalışma diğerlerinden farklılaşmaktadır. Dolayısıyla çalışmanın bu yönüyle de ilgili literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

### **3. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem**

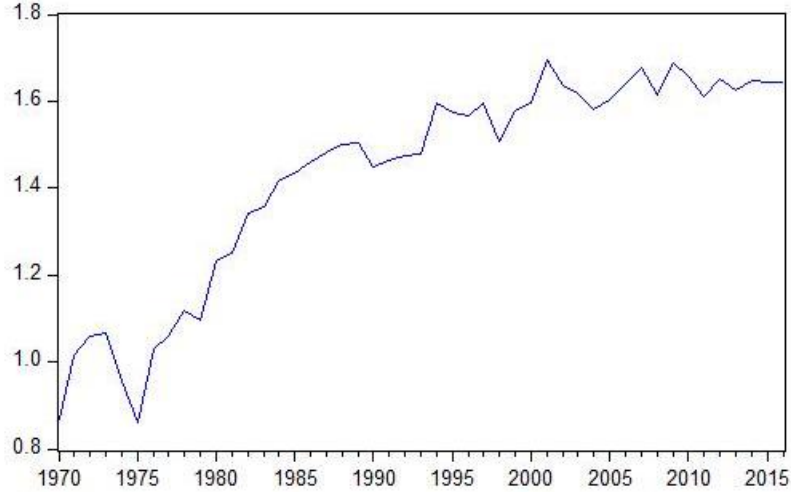
#### **3.1. Veri Seti**

Türkiye’de sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin incelendiği bu çalışmada, 1970-2016 dönemine ait yıllık veriler kullanılmaktadır. Sermaye akımları değişkenini temsilen, ilk olarak Dreher (2006) tarafından geliştirilen ve daha sonra Dreher vd. (2008) tarafından güncelleştirilen KOF Küreselleşme Endeksi içindeki iktisadi küreselleşme alt endekslerinden birisi olan finansal küreselleşme endeksi alınmıştır. Bunun temel nedeni, Klasik-Neoklasik çizgide geliştirilen McKinnon-Shaw hipotezinde iddia edilen sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyüme üzerindeki uzun dönemli etkilerini belirleyebilme amacıdır. Bir diğer neden, finansal küreselleşme endeksinin, sermaye hesabında dikkate alınması gereken tüm alt kalemlere farklı ağırlıklarda yer veriyor olmasıdır. Bu çerçevede söz konusu alt endeks içinde GSYH’nın yüzdesi olarak hem doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarına hem de üretim sürecine emek ve sermaye gücü ile katılan yabancı ülke vatandaşlarına yapılan gelir ödemeleri yer almaktadır (Dreher, 2006, s. 3). Deyim yerindeyse söz konusu alt endeks, hem kısa vadeli hem de uzun vadeli sermaye akımlarına yer vermektedir. Nihayet bu şekilde tanımlanan finansal küreselleşme/liberalizasyon endeksi, daha geniş bir zaman aralığının dikkate alınmasına imkan verdiği için ayrı bir tercih nedeni olmuştur. Söz konusu endeks, İsviçre Ekonomi Enstitüsü (KOF) internet sitesinden elde edilmiştir. Çalışmada ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere reel gayrisafı yurtiçi hasıla (GSYH) kullanılmış, ilgili veri Dünya Bankası internet sitesinden temin edilmiştir. Ampirik analizler yapılırken her iki değişkenin logaritmik dönüşümü yapılmış, reel GSYH *loggdp* ve sermaye akımları *logfinancial* kısaltmalarıyla gösterilmiştir. Değişkenlerin zaman serilerine ilişkin grafikler, logaritmik ölçekte şekil 1 ve şekil 2’de gösterilmiştir.



**Şekil 1. Türkiye’de 1970-2016 Dönemi Reel Gayrisafi Yurtiçi Hasıla**

**Kaynak:** <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>  
(Yazar tarafından uyarlanmıştır.)



**Şekil 2. Türkiye’de 1970-2016 Dönemi Finansal Küreselleşme**

**Kaynak:** <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html> (Yazar tarafından uyarlanmıştır.)

### 3.2. Ekonometrik Yöntem

Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin ekonometrik olarak araştırılmasından önce, değişkenlere durağanlık testleri uygulanmıştır. Çünkü değişkenlere ilişkin zaman serilerinin birim köke sahip olmaları “sahte regresyon” sorununa neden olabilmekte (Granger ve Newbold, 1974), bu durum, tahmin edilen modelde iktisadi olarak anlamsız ve güvenilir sonuçlar ortaya koyabilmektedir. Bu çerçevede ampirik literatürde en çok kullanılan Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller – ADF), Phillips Perron (PP), KPSS (Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin) ve Ng-Perron (Ng-P) testleri durağanlığın belirlenmesinde kullanılan testler olmuştur. Birden fazla durağanlık testinin kullanılma nedeni ise, her birim kök testinin çeşitli zayıf yönlerinin bulunması ve bu zayıf yönler dikkate alınarak diğer testlerin geliştirilmiş olmasıdır.

Sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığı ilk olarak doğrusal Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (Autoregressive Distributed Lag – ARDL) modeli ile daha sonra da doğrusal olmayan Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (Nonlinear Autoregressive Distributed Lag – NARDL) modeli ile araştırılmıştır. Çünkü iki değişken arasında doğrusal olarak istatistiksel açıdan anlamlı uzun dönemli bir ilişki bulunmasa bile, asimetrik ilişkiler söz konusu olabilmektedir.

NARDL modeli, Pesaran ve Shin (1999) ile Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ARDL modelinin asimetrik ilişkileri kapsayan genişletilmiş bir versiyonudur. Bu modelde bağımsız değişkenin pozitif ve negatif şokları ayrıştırılarak bağımlı değişken üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Shin, Yu ve Greenwood-Nimmo (2013) tarafından geliştirilen asimetrik eşbütünleşme regresyonu, bu çalışmada kullanılan  $loggdp$  ve  $logfinancial$  değişkenleri kullanılarak (1) numaralı eşitlikteki gibi gösterilebilir:

$$loggdp_t = \theta_0 + \theta_1 logfinancial_t^+ + \theta_2 logfinancial_t^- + \varepsilon_t \quad (1)$$

Burada  $\theta_i$  uzun dönem katsayı vektörünü göstermek üzere,  $logfinancial_t^+$  ve  $logfinancial_t^-$  sırasıyla, sermaye akımlarındaki pozitif ve negatif değişmelerin kısmi toplamlarıdır ve bu kısmi toplamlar şu şekilde belirlenmektedir:

$$logfinancial_t^+ = \sum_{i=1}^t \Delta logfinancial_t^+ = \sum_{i=1}^t \max(\Delta logfinancial_i, 0)$$
$$logfinancial_t^- = \sum_{i=1}^t \Delta logfinancial_t^- = \sum_{i=1}^t \min(\Delta logfinancial_i, 0)$$

Pesaran vd. (2001) tarafından önerilen kısıtsız hata düzeltme modeli (1) numaralı denklemde gösterilen asimetrik ilişkileri de içerecek şekilde düzenlenirse, Shin vd. (2013) tarafından önerilen NARDL modeli elde edilmektedir:

$$\Delta loggdp_t = \alpha_0 + \alpha_1 loggdp_{t-1} + \alpha_2 logfinancial_{t-1}^+ + \alpha_3 logfinancial_{t-1}^- + \sum_{i=1}^p \alpha_{4i} \Delta loggdp_{t-i} + \sum_{i=0}^q \alpha_{5i} \Delta logfinancial_{t-i}^+ + \sum_{i=0}^m \alpha_{6i} \Delta logfinancial_{t-i}^- + u_t \quad (2)$$

Burada  $p$ ,  $q$  ve  $m$  AIC veya SIC bilgi kriterlerine göre belirlenen gecikme uzunluklarıdır. (1) numaralı eşitlikte gösterilen sermaye akımlarındaki pozitif ve negatif şokların büyüme üzerindeki uzun dönem etkileri ( $\theta_1$  ve  $\theta_2$ ), (2) numaralı denklemin tahmininden elde edilen katsayılar yardımıyla şöyle hesaplanmaktadır:  $\theta_1 = -\alpha_2/\alpha_1$ ,  $\theta_2 = -\alpha_3/\alpha_1$ . Sermaye akımlarındaki pozitif değişmelerin kısa dönem etkileri ise  $\sum_{i=0}^q \alpha_{5i}$  ile gösterilirken, negatif değişmelerin kısa dönem etkileri  $\sum_{i=0}^m \alpha_{6i}$  ile hesaplanmaktadır. Böylece NARDL modeli, değişkenler arasındaki asimetrik ilişkilerin sadece uzun dönem için değil aynı zamanda kısa dönem için de tahmin edilmesine imkan vermektedir.

Değişkenler arasındaki asimetrik ilişkileri belirlemek amacıyla tahmin edilen NARDL modelinde sırasıyla şu işlemler yapılmaktadır. İlk olarak değişkenlerin durağanlık derecelerinin belirlenmesi için birim kök testi yapılmaktadır. Zira ARDL modelinde olduğu gibi NARDL modelinde de değişkenlerin ikinci dereceden durağan olmaması gerekmektedir (Narayan ve Narayan, 2004). İkinci olarak (2) numaralı denklemde gösterilen kısıtsız hata düzeltme modeli

tahmin edilmekte ve genelden özele yöntemi ya da AIC bilgi kriterine göre model için optimal gecikme uzunluğu belirlenmektedir. Bunu takiben uzun dönemli bir ilişkinin bulunup bulunmadığı sınır testi ile kontrol edilmektedir. Bu yapılırken bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerine sıfır kısıtı uygulanmakta ( $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$ ) ve F istatistiği hesaplanmaktadır. Hesaplanan değer üst kritik değerden büyükse, değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğuna karar verilmekte ve kısa ve uzun dönem esneklik katsayıları hesaplanmaktadır.

#### 4. Uygulama ve Bulgular

Yukarıda ifade edildiği gibi, farklı birim kök testlerinin zayıf ve üstün yönleri bulunması nedeniyle ve karşılaştırma yapabilmek amacıyla çalışmada dört farklı birim kök testine yer verilmiştir. Her birim kök testinde optimal gecikme uzunlukları Akaike Bilgi Kriterine (AIC) göre belirlenmiş, durağan olmadıkları tespit edilen değişkenler, farkları alınarak yeniden birim kök testine tabi tutulmuştur. Öte yandan testler önce sabit terimli olarak gerçekleştirilmiş, durağan olduğu görülen değişkenlere trend eklenerek birim kök testi yeniden yapılmıştır. KPSS testi dışındaki tüm testlerde, hesaplanan değer kritik değerden mutlak değer olarak büyük olduğunda değişkenin durağan olduğuna karar verilmektedir. Buna karşılık boş hipotezin tersine çevrildiği KPSS testinde, hesaplanan değer kritik değerden küçük olduğunda durağanlık kabul edilmektedir. Tablo 1-4’den izlenebileceği gibi, değişkenler tüm test sonuçlarına göre birinci dereceden durağan olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla ARDL/NARDL modeli tahmini açısından herhangi bir sorun olmadığı için, uzun dönemli ilişkilerin tahminine geçilmiştir.

**Tablo 1. ADF Birim Kök Testi Sonuçları**

<i>Değişkenler</i>	<i>Test Biçimi*</i>	<b>DÜZEY</b>		<b>1. FARK</b>		
		<i>ADF İst.</i>	<i>KD** (%5)</i>	<i>Test Biçimi</i>	<i>ADF İst.</i>	<i>KD (%5)</i>
<i>loggdp</i>	(0, c)	<b>-1.3656</b>	-2.9266	(0, c)	-6.7849	-2.9281
<i>logfinancial</i>	(1, c)	<b>-1.7495</b>	-2.9281	(0, c)	-6.4964	-2.9281

\* Parantez içinde kullanılan ifadeler sırasıyla gecikme sayısı ve sabit terimi temsil etmektedir.

\*\* MacKinnon (1996) kritik değerlerini temsil etmektedir.

**Tablo 2. PP Birim Kök Testi Sonuçları**

<i>Değişkenler</i>	<i>Test Biçimi*</i>	<b>DÜZEY</b>		<b>1. FARK</b>		
		<i>Test İstatistiği</i>	<i>KD** (%5)</i>	<i>Test Biçimi</i>	<i>Test İstatistiği</i>	<i>KD (%5)</i>
<i>loggdp</i>	(1, c)	<b>-1.3773</b>	-2.9266	(2, c)	-6.7902	-2.9281
<i>logfinancial</i>	(5, c, t)	<b>-1.9002</b>	-3.5107	(12, c, t)	-10.3766	-3.5130

\* Parantez içinde kullanılan ifadeler sırasıyla gecikme sayısı, sabit terim ve trendi temsil etmektedir.

\*\* MacKinnon (1996) kritik değerlerini temsil etmektedir.



**Tablo 3. KPSS Birim Kök Testi Sonuçları**

<i>Değişkenler</i>	<i>Test Biçimi*</i>	<b>DÜZEY</b>		<i>Test Biçimi</i>	<b>1. FARK</b>	
		<i>LM ist.</i>	<i>KD** (%5)</i>		<i>LM ist.</i>	<i>KD (%5)</i>
<i>loggdp</i>	(5, c)	<b>0.8812</b>	0.4630	(2, c)	0.1059	0.4630
<i>logfinancial</i>	(5, c)	<b>0.7743</b>	0.4630	(12, c)	0.3983	0.4630

\*Parantez içinde kullanılan ifadeler gecikme sayısı ve sabit terimi temsil etmektedir.

\*\*Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992) kritik değerlerini temsil etmektedir.

**Tablo 4. Ng-P Birim Kk Testi Sonuçları**

<i>Değişkenler</i>		<b>DZEY</b>				<b>1. FARK</b>			
		<i>MZa</i>	<i>MZt</i>	<i>MSB</i>	<i>MPT</i>	<i>MZa</i>	<i>MZt</i>	<i>MSB</i>	<i>MPT</i>
<i>loggdp</i>	<i>t değeri*</i> (0, c)	<b>1.2544</b>	<b>1.4443</b>	<b>1.1513</b>	<b>94.597</b>	-22.1273	-3.3257	0.1503	1.1089
	<i>KD**</i>	-8.1000	-1.9800	0.2330	3.1700	-8.1000	-1.9800	0.2330	3.1700
<i>logfinancial</i>	<i>t değeri</i> (0, c, t)	<b>-5.0510</b>	<b>-1.4405</b>	<b>0.7837</b>	<b>17.3544</b>	-21.989	-3.3106	0.1505	4.1754
	<i>KD**</i>	-17.300	-2.9100	0.1680	5.4800	-17.300	-2.9100	0.1680	5.4800

\*Parantez içindeki ifadeler sırasıyla AIC bilgi kriterine gecikme sayısı, sabit terim ve trendi temsil etmektedir.

\*\* %5 güven aralığını temsil eden Kritik değerler Ng-Perron (2001) tablo değerleridir.

ARDL ve NARDL modeli açısından değişkenlerin aynı dereceden bütünleşik ve  $I(2)$  olmamaları yeterli olduğu için, eşbütünleşme ilişkisinin araştırılmasına geçilmiş, bunun için de öncelikle optimal gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Bu yapılırken, otokorelasyon içermeyen en küçük AIC değeri dikkate alınmıştır. 8 gecikme için yapılan testte, otokorelasyon olasılığı en düşük olan en küçük AIC değerine göre optimal gecikme uzunluğunun 5 olduğuna karar verilmiştir (Tablo 5).

**Tablo 5. Optimal Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları**

<i>p</i>	<b>AIC</b>	<b>LM Test</b>
1	-1.4469	0.3348
2	-1.4345	0.3348
3	-1.4832	0.7020
4	-1.5325	0.8297
5	<b>-1.8233</b>	<b>0.9036</b>
6	-1.9324	0.8297
7	-1.9129	0.8297
8	-2.0781	0.6966

5 gecikmeli olarak tahmin edilen modelden hareketle değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirlenebilmesi için yapılan sınır testi sonucu Tablo 6'dan görülebilir. Buna göre hem %5 hem de %10 güven aralığları dikkate alındığında değişkenler arasında uzun

dönemli bir ilişki bulunmaktadır. Zira hesaplanan F istatistik değeri, her iki güven aralığında üst kritik değerden daha büyüktür.<sup>7</sup>

**Tablo 6. Sınır Testi Sonuçları**

		Kritik Değerler			
		%5		%10	
<i>F</i> Statistic	<i>k</i>	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)
<b>4.405022</b>	2	3,1	3,87	2,63	3,35

**Not:** *k* bağımsız değişken sayısıdır. *I*(0) ve *I*(1) sırasıyla alt ve üst sınır değerlerini göstermektedir.

Pozitif ve negatif sermaye akımı şoklarının uzun dönemli etkilerini ortaya koyabilmek için doğrusal olmayan model tahmin edilmiş ve sonuçlar Tablo 7’de rapor edilmiştir. Ayrıca tahmin edilen modelin uygunluğunu kontrol etmek için bazı testler uygulanmıştır. Tablodan da görüldüğü gibi, R<sup>2</sup> değerinin 0.99 düzeyinde bir değer çıkması, bağımsız değişkenlerin açıklama gücünün oldukça yüksek olduğunu göstermektedir. Diğer uygunluk testlerinin tümü kabul edilebilir aralıklarda yer aldığı için modelde herhangi bir uygunluk sorunu bulunmamaktadır. Buna göre, LM ve ARCH-LM testleri modelin otokorelasyon içermediğini ve değişen varyans sorununun olmadığına, Jarque-Bera artık terimlerin normal dağıldığına ve Ramsey RESET testi modelin kurgusunun doğru olduğuna ve katsayıların istikrarlı olduğuna işaret etmektedir.

**Tablo 7. NARDL Tahmin Sonuçları ve Uygunluk Testleri**

<i>Bağımlı Değişken: loggdp</i>				
<i>Değişkenler</i>	<i>Katsayı</i>	<i>Std. Hata</i>	<i>t-istatistiği</i>	<i>Olasılık</i>
C	9.208390	2.824530	3.2360150	<b>0.0026</b>
<i>loggdp</i> (-1)	-0.387973	0.121477	-3.193805	<b>0.0031</b>
<i>logfinancialpos</i> (-1)	0.465326	0.217060	2.143771	<b>0.0398</b>
<i>logfinancialneg</i> (-1)	-1.217460	0.493906	-2.464961	<b>0.0193</b>
<i>dloggdp</i> (-1)	0.197281	0.164140	1.201903	0.2382
<i>dloggdp</i> (-2)	0.352927	0.124431	2.836320	<b>0.0079</b>
<i>dloggdp</i> (-3)	0.264167	0.119256	2.215134	<b>0.0340</b>
<i>dlogfinancialpos</i>	-1.939107	0.578011	-3.354793	<b>0.0021</b>
<i>dlogfinancialpos</i> (-1)	-0.195382	0.618216	-0.316042	0.7540
<i>dlogfinancialneg</i>	-2.105895	0.701512	-3.001937	<b>0.0052</b>
<i>dlogfinancialneg</i> (-1)	-0.046550	0.745725	-0.062423	0.9506
<i>Uygunluk Testleri</i>				
<i>R</i> <sup>2</sup> : 0.992, <i>R</i> <sup>2</sup> : 0.989, <i>F</i> -statistic : 401.496, Prob. ( <i>F</i> -Statistic) 0.000, DW : 2.0496				
<b>Otokorelasyon Testi: Breusch-Godfrey LM Testi:</b>				
$\chi^2_1 = 0.1017[0.903]$ , $\chi^2_2 = 0.1017[0.903]$ , $\chi^2_3 = 0.1017[0.903]$ , $\chi^2_4 = 0.1017[0.903]$				
<b>Değişen Varyans Testi: ARCH-LM</b>				
$\chi^2_1 = 0.097[0.756]$ , $\chi^2_2 = 0.097[0.756]$ , $\chi^2_3 = 0.097[0.756]$ , $\chi^2_4 = 0.097[0.756]$				
<b>Normallik Testi: Skewness: 0.1087, Kurtosis: 2.976, Jarque-Bera: 0.085 [0.958]</b>				
<b>İstikrar Testi: Ramsey RESET Test</b> $\chi^2_1 = 1.078[0.289]$				

<sup>7</sup> Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirlenmesi amacıyla doğrusal model için de sınır testi yapılmış ve uzun dönemli bir ilişki bulunmuştur. Ancak hesaplanan uzun dönem etki katsayıları istatistiksel olarak anlamsız çıktığı için burada hem sınır testi sonuçlarına hem de uzun dönem katsayı sonuçlarına yer verilmemiştir.

Modelin uzun dönem katsayı sonuçları ile hata düzeltme katsayısı ve eşbütünleşme denklemi Tablo 8’de sunulmuştur. Buna göre, sermaye akımlarındaki pozitif şoklar ya da sermaye girişleri ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Yüzde 1 güven aralığında anlamlı olan katsayıya göre sermaye girişlerindeki yüzde 1’lik artış büyümenin kendisinden daha fazla artmasına yol açmakta, ekonominin genişlemesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu sonuç, sermaye akımlarının reel ekonomiye aktarım mekanizmaları göz önüne alındığında normal sayılmalıdır. Zira sermaye akımları hem doğrudan hem de banka kredi kanalı ile döviz kuru kanalı aracılığıyla ekonomiyi etkileyebilmektedir. Diğer bir deyişle sermaye girişlerinin ekonomi üzerindeki hem dolaysız hem de dolaylı etkileri hesaba katıldığında, büyüme üzerindeki genişletici etkinin daha büyük olması şaşırtıcı değildir. Ancak asıl çarpıcı sonuç sermaye çıkışlarının etkisinde görülmektedir. Çünkü sermaye çıkışlarındaki artış büyümeyi negatif etkilediği gibi, büyüme üzerindeki pozitif etkiden yaklaşık üç kat daha büyüktür. Bir diğer ifadeyle, sermaye çıkışlarının ekonomi üzerindeki tahripkar etkisi, yapıcı etkisinden kat kat daha fazladır. Bu durum, Türkiye ekonomisinin yabancı sermaye giriş-çıkışlarına ne kadar bağımlı ve hassas olduğunu göstermesi bakımından özellikle dikkat çekicidir.

**Tablo 8. Uzun Dönem Tahmin Sonuçları**

<b>Bağımlı Değişken: loggdp</b>				
<b>Değişken</b>	<b>Katsayı</b>	<b>Std. Hata</b>	<b>t-istatistiği</b>	<b>Olasılık</b>
<i>logfinancialpos</i>	1.199378	0.366693	3.270794	<b>0.0026</b>
<i>logfinancialneg</i>	-3.138000	0.716360	-4.380478	<b>0.0001</b>
<i>C</i>	23.73460	0.276110	85.96056	<b>0.0000</b>
<i>CointEq(-1)</i>	-0.387973	0.088377	-4.389985	<b>0.0001</b>

$EC = \text{loggdp} - (1.1994 * \text{logfinancialpos} - 3.1380 * \text{logfinancialneg} + 23.7346)$

Nihayet modele göre hesaplanan eşbütünleşme katsayısı negatif (-0.387973) ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre kısa dönemde meydana gelen dengesizliklerin her yıl yaklaşık yüzde 40’ı elimine edilmekte ve sistem uzun dönem denge değerlerine yakınsamaktadır. Bir başka ifade ile kısa dönemde sermaye akımlarındaki bir şokun etkisi yaklaşık üç yıl sonra ortadan kalkmakta ve sistem yeni denge değerine dönmektedir. Fakat sermaye akımlarının etkilerinin asimetric olduğu dikkate alındığında, sermaye giriş ve çıkışlarında meydana gelecek şokların aynı sürelerde elimine edilemeyebileceği olasılığı ihmal edilmemelidir.

## 5. Sonuç

Bu çalışmada sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki asimetric etkileri, Doğrusal olmayan gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (NARDL) yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmadan elde edilen en temel bulgu, sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi pozitif, sermaye çıkışlarının negatif yönde etkilediğidir. Bu sonuç, literatürde ifade edilen ‘konjonktürün sermaye girişleriyle genişlediği, sermaye çıkışlarıyla ekonomilerin krize sürüklendiği’ şeklindeki görüşle büyük ölçüde örtüşmektedir. Bununla birlikte sermaye giriş ve çıkışlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin asimetric bir yapıda olması, çalışmada ortaya çıkan en önemli bulgu olarak değerlendirilmelidir. Bir başka ifade ile sermaye akımlarının pozitif ve negatif etkileri, önemli derecede farklılaşmaktadır. Çünkü sermaye girişlerinin yarattığı genişletici/canlandırıcı etki, yıkıcı etkisinin neredeyse üçte biri kadardır. Elde edilen bulgular, sermaye akımlarının istikrarlı bir ekonomik büyüme ve kaynak dağılım

etkinliği yaratacağı yönündeki Klasik-Neoklasik beklentiyi karşılamaktan oldukça uzak görünmektedir.

Sermaye akımlarının yıkıcı etkisinin daha büyük olması, sermaye akımlarının kendi iç bileşenlerine ayrılarak detaylı bir şekilde incelenmesini gerekli kılmaktadır. Zira portföy yatırımları ve kısa vadeli krediler gibi ‘sıcak para’ özelliği taşıyan kısa vadeli sermaye akımları, daha spekülâtif nitelikli oldukları için volatilitesi oldukça yüksek olabilmekte ve üretken yatırımlardan ziyade üretken olmayan yatırımların finansmanına yönelebilmektedir. Nitekim bu olgu, Çimenoğlu ve Yentürk (2005), İnel ve Sungur (2003), Aslan vd. (2014), Apaydın ve Şahin (2017) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular tarafından gösterilmiştir. Kuşkusuz bu durum, kısa vadeli sermaye akımlarının niteliği göz önüne alındığında son derece rasyonel bir olgudur aslında. Çünkü tasarruflarını bir başka ülkede değerlendirmek üzere yatırım yapan ekonomik birimlerin temel amacı, bu tasarruflarını hızlı bir şekilde daha fazla paraya dönüştürmektir. Dolayısıyla üzerinde durulması gereken husus, ulusal ekonomilerin yabancı para hareketlerine özellikle de kısa vadeli sermaye akımlarına olan bağımlılıklarını azaltma gereği ve/veya sermaye akımlarının üretken yatırımlara kanalize edilme yollarının bulunması zorunluluğudur. Söz konusu mecburiyet, istikrarlı bir büyüme süreci için olduğu kadar, büyüme ve kalkınma sürecinin sürdürülebilirliği açısından da söz konusudur.

## Kaynakça

- Altınar, A., Bozkurt, E. ve Toktaş, Y. (2018). Küreselleşme ve ekonomik büyüme: Yükselen piyasa ekonomileri için bir uygulama. *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 639, 117-162. Erişim Adresi: <http://www.ekonomikyorumlar.com.tr>
- Apaydın, ř. ve şahin, H. (2017). Türkiye’de kısa vadeli sermaye akımlarının iktisadi dalgalanmalar üzerindeki etkileri: Bir uzun dönem kısıtlı SVAR modeli. *Politik Ekonomik Kuram Dergisi*, 1(1), 22-72. Erişim Adresi: <http://dergipark.gov.tr/pek>
- Arestis, P., & Glickman, M. (2002). Financial crisis in Southeast Asia: Dispelling illusion the Minskyan Way. *Cambridge Journal of Economics*, 26, 237-260. <https://doi.org/10.1093/cje/26.2.237>
- Arrighi, G. (2000). *Uzun yirminci yüzyıl: Para, güç ve çağımızın kökenleri* (Çev. R. Boztemur). Ankara: İmge Kitabevi.
- Aslan, N., Terzi, N. ve Siampan, E. (2014). Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve reel döviz kuru ile ilişkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(10), 15-32. doi:10.14784/JFRS.2014104497.
- Bank for International Settlements. (2009). *Capital Flows and Emerging Market Economies* (BIS Committee on the Global Financial System Papers, No. 33). Retrieved from <https://www.bis.org/publ/cgfs33.pdf>
- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28(3), 423–442. doi:10.1016/S0378-4266(02)00408-9.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to firm growth: Does size matter?. *Journal of Finance*, 60(1), 137–177. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x>
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (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)
- Blaug, M. (1978). *Economic theory in retrospect* (3th ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Bordo, M. (2008, November). *An historical perspective on the crisis of 2007-2008*. Paper presented at the Bank of Chile Twelfth Annual Conference on Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking, Santiago, Chile. Retrieved from [http://michael.bordo.googlepages.com/An\\_Historical\\_perspective.pdf](http://michael.bordo.googlepages.com/An_Historical_perspective.pdf)
- Chang, C. P., Berdiev, A. N., & Lee, C. C. (2013). Energy exports, globalization and economic growth: The case of South Caucasus. *Economic Modelling*, 33, 333-346. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.04.027>
- Chang, C-P., & Lee, C-C. (2011). The effect of globalization and political party on economic growth: Panel data analysis of former communist countries and European OECD members. *Eastern European Economics*, 49(6), 5-26. <https://doi.org/10.2753/EEE0012-8775490601>
- Çimenoğlu, A., & Yentürk, N. (2002). Effects of international capital inflows on the Turkish economy. *Emerging Markets Finance and Trade*, 41(1), 90-109. Retrieved from <https://www.jstor.org>
- Danışoğlu, A. (1999). *Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye üzerindeki etkileri* (Yayımlanmamış doktora tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Davidson, P. (1998, November). *The case for regulating international capital flows*. Paper presented at the Social Market Foundation Seminar on Regulation Capital Movements. London, England.
- Doğan, B. ve Can, M. (2016). Küreselleşmenin büyüme etkisi: Güney Kore örneğinde eşbütünleşme analizi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), 197-220. Erişim Adresi: <http://dergipark.gov.tr/ckuibfd>
- Dow, S. C. (1986-87). Post Keynesian Monetary Theory for an open economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(2), 237-257. Retrieved from <https://www.jstor.org>
- Dreher, A. (2006). Does globalization affect growth? Evidence from a new index of globalization. *Applied Economics*, 38, 1091-1110. <https://doi.org/10.1080/00036840500392078>

- Dreher, A., Gaston, N., & Martens, P. (2008). *Measuring globalisation – gauging its consequences*. New York: Springer.
- Eichengreen, B., Mussa, M., Dell’Ariccia, G., Detragiache, E., Milesi-Ferretti, G. M., & Tweedie, A. (1999). Liberalizing capital movements: Some analytical issues. *IMF Economic Issues*, 17. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17>
- Eren, A. A. (2014). James Steuart: Kapitalist üretim tarzının eleştirel tahliline giriş. *Sakarya İktisat Dergisi*, 3(4), 138-164. Erişim adresi: <http://dergipark.gov.tr/sid>
- Eren, M. V. ve Çütçü, İ. (2018). Küreselleşmenin ekonomik büyümeye etkisi: Türkiye üzerine ekonometrik bir analiz. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(1), 47-61. Erişim adresi: <http://www.siyasetekonomiyonetim.org>
- Ertürk, K. (2003). Parasal kriz teorisi üzerine notlar. A. H. Köse, F. Şenses, E. Yeldan (Ed.), *İktisat Üzerine Yazılar II - İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar: Oktar Türel’e Armağan* içinde (s. 225-244). İstanbul: İletişim Yayınları.
- Granger, C. W. J., & Newbold, P. (1974). Spurious regressions in econometrics. *Journal of Econometrics*, 2(2), 111-120. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(74\)90034-7](https://doi.org/10.1016/0304-4076(74)90034-7)
- Gurgul, H., & Lach, L. (2014). Globalization and economic growth: Evidence from two decades of transition in CEE. *Economic Modelling*, 36, 99-107. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.09.022>
- Hayaloğlu, P., Kalaycı, C. ve Artan, S. (2015). Küreselleşme farklı gelir grubundaki ülkelerde ekonomik büyümeyi nasıl etkilemektedir?. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(1), 119-152. Erişim adresi: <https://www.researchgate.net>
- Huang, H., & Lin, S. C. (2009). Non-linear finance–growth nexus. *Economics of Transition* 17(3), 439-466. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2009.00360.x>
- İnsel, A. ve Sungur, N. (2003). *Sermaye akımlarının temel makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri: Türkiye örneği-1989: III-1999:IV* (Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni 2003/8). Erişim adresi: <http://www.tek.org.tr>.
- Kindleberger, C. P. (2007). *Cinnet, panik ve çöküş: Mali krizler tarihi* (Çev. H. Tunalı). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- King, G. R., & Levine, R. (1993a). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737. <https://doi.org/10.2307/2118406>
- King, G. R., & Levine, R. (1993b). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 1-30. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90028-E](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90028-E)
- Kocourek, A., Laboutková, Š., & Bednářová, P. (2013). Economic, social and political globalization and human development. *International Journal of Business and Economic Development*, 1(2), 10-20. Retrieved from <https://www.researchgate.net>
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2010). Financial globalization and economic policies. In D. Rodrik, & M. Rosenzweig (Eds.), *Handbook of Development Economics Volume 5* (pp. 4283-4362). The Netherlands: North-Holland.
- Kregel, J. A. (1998). *Yes, ‘It’ did happen again - A Minsky Crisis happened in Asia* (The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, No. 234). Retrieved from <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp234.pdf>
- Law, S. H., & Singh, N. (2014). Does too much finance harm economic growth?. *Journal of Banking and Finance*, 41, 36-44. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.020>
- Leitao, N. C. (2013). Cultural globalization and economic growth. *The Romanian Economic Journal*, 47, 17-28. Retrieved from <http://www.rejournal.eu>
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726. Retrieved from <https://www.jstor.org>

- Levine, R. (2002). International financial liberalization and economic growth. *Review of International Economics*, 9(4), 688-702. <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00307>
- Levine, R. (2003). More on finance and growth: More finance, more growth?. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85, 31-46. Retrieved from <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/03/07/Levine.pdf>
- Levine, R., Loayze, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31-77. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(00\)00017-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00017-9)
- Marx, K. (1867). *Kapital, kapitalist üretimin eleştirel bir tahlili*, (8. bs., 2007, Cilt 1, Çev. A. Bilgi). Ankara: Sol Yayınları.
- Marx, K. (1894). *Kapital, ekonomi politiğin eleştirisi* (5. bs., 2006, Cilt 3, Çev. A. Bilgi). Ankara: Sol Yayınları.
- Mishkin, F. (1996). *Understanding financial crises: A developing country perspective* (NBER Working Paper No. 5600). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Mishkin, F. (1998). *International capital mobility, financial volatility and financial instability* (NBER Working Paper No. 6390). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Mishkin, F. (1999). Lessons from the Asian Crisis. *Journal of International Money and Finance*, 18, 709-723. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(99\)00020-0](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(99)00020-0)
- Mitchell, W. C. (1951). Business cycles. In *Readings in Business Cycle Theory* (pp. 43-60). Homewood, Illinois: Richard D. Irwin,
- Narayan, S., & Narayan, P. K. (2004). Determinants of demand of Fiji's exports: An empirical investigation. *The Developing Economics*, 17(1), 95-112. <https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.2004.tb01017.x>
- Organization for Economic Cooperation and Development. (1997). *Economic globalisation and the environment*. Paris: OECD Publications.
- Osterloh, S. (2012). Words speak louder than actions: The impact of politics on economic performance. *Journal of Comparative Economics*, 40(3), 318-336. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2012.05.004>
- Palley, T. I. (1999). *International finance and problems of capital account governance*. Paper presented at the 9th Annual Hyman P. Minsky Conference of Financial Structure, Levy Institute Conference Proceedings. Annandale-on-Hudson, New York. Retrieve from <http://www.levy.org/pubs/min99.pdf>
- Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1999). An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis. In S. Strom (Ed.), *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century*. Paper presented at The Ragnar Frisch Centennial Symposium. Cambridge: Cambridge University Press.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- Rajan, R., & Zingales, L. (2003). The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00125-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00125-9)
- Rioja, F., & Valev, N. (2004a). Does one size fit all? Are examination of the finance and growth relationship. *Journal of Development Economics*, 74(2), 429-447. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2003.06.006>
- Rioja, F., & Valev, N. (2004b). Finance and the sources of growth at various stages of economic development. *Economic Inquiry*, 42(1), 127-140. <https://doi.org/10.1093/ei/cbh049>
- Sapkota, J. B. (2010). Globalization's convergence effect on human quality of life (QOL) in Asia: Evidence from the KOF index of globalization. *Asian Regional Integration Review*, 2(1), 1-28. Retrieved from <https://www.researchgate.net>

- Schularick, M., & Steger, T. M. (2010). Financial integration, investment and economic growth: Evidence from two eras of financial globalization. *The Review of Economics and Statistics*, 92(4), 756-768. [https://doi.org/10.1162/REST\\_a\\_00027](https://doi.org/10.1162/REST_a_00027)
- Schumpeter, J. A. (1954). *History of economic analysis*. New York: Oxford University Press.
- Shen, C. H., & Lee, C. C. (2006). Same financial development yet different economic growth - why?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(7), 1907-1944. <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2006.0095>
- Shin, Y., Yu, B., & Greenwood-Nimmo, M. (2011). Modelling asymmetric cointegration and dynamic multiplier in a nonlinear ARDL framework. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1807745>
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of wealth of nations*. New York: MetaLibri. Retrieved from [https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA\\_WealthNations\\_p.pdf](https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf)
- Suci, S. C., Asmara, A., & Mulatsih, S. (2015). The impact of globalization on economic growth in ASEAN. *International Journal of Administrative Science & Organization*, 22(2), 79-87. Retrieved from <http://journal.ui.ac.id>
- Tornell, A., & Westermann, F. (2002). *Boom-bust cycles in middle income countries: Facts and explanation* (NBER Working Paper No. 9219). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Türedi, S. (2016, October). *Küreselleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: Gelişmekte olan ülkeler için panel veri analizi*. International Osmaneli Social Sciences Congress’de sunulan bildiri. Korkuteli, Türkiye. 12-13-14 October. Erişim adresi: <https://www.researchgate.net>
- United Nations Conference on Trade and Development. (2000). *Trade and development report 2000*. New York: United Nations. Retrieved from [https://unctad.org/en/Docs/tdr2000\\_en.pdf](https://unctad.org/en/Docs/tdr2000_en.pdf)
- Villaverde, J., & Maza, A. (2011). Globalization, growth and convergence. *World Economy*, 34(6), 952-971. <https://dx.doi.org/10.1111/j.1467-9701.2011.01359.x>
- Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme sürecinde Türkiye ekonomisi*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Ying, Y-H., Chang, K., & Lee, C-H. (2014). The impact of globalization on economic growth. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 17(2), 25-34. Retrieved from <http://www.ipe.ro/rjef>