



**T.C.**

**AKSARAY ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR  
VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN İNCELENMESİ:  
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Cuma DEMİRTAŞ**

**DANIŞMAN**

**Yrd. Doç. Dr. Munise ILIKKAN ÖZGÜR**

**AKSARAY, 2014**





**T.C.**  
**AKSARAY ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR**  
**VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN İNCELENMESİ:**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Cuma DEMİRTAŞ**

**DANIŞMAN**  
**Yrd. Doç. Dr. Munise ILIKKAN ÖZGÜR**

**AKSARAY, 2014**

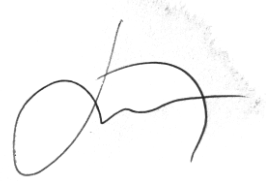
## DOĞRULUK BEYANI

Yüksek Lisans olarak sunduğum bu çalışmayı, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dűşecek bir yol ve yardıma başvurmaksızın hazırladığımı, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu doğrularım.

Tezimle ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara katlanacağımı bildiririm.

02 / 07 / 2014

Cuma DEMİRTAŞ



**T.C.**  
**AKSARAY ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**  
**KABUL ve ONAY BELGESİ**

Enstitümüz 122205011 nolu öğrencisi Cuma DEMİRTAŞ'ın FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNİN İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ başlıklı lisansüstü tez çalışması, aşağıdaki jüri tarafından İktisat Anabilim Dalında **YÜKSEK LİSANS** tezi olarak **Oy Birliği** ile kabul edilmiştir.

**Danışman** : Yrd. Doç. Dr. Munise ILIKKAN ÖZGÜR Aksaray Üniversitesi  
**Üye** : Prof. Dr. İbrahim BAKIRTAŞ Aksaray Üniversitesi  
**Üye** : Yrd. Doç. Dr. Sevilay USLU DİVANOĞLU Aksaray Üniversitesi  
**Üye** : Yrd. Doç. Dr. Vesile ÖZÇİFÇİ Aksaray Üniversitesi  
**Üye** : Yrd. Doç. Dr. Vasif ABİYEY Aksaray Üniversitesi

Tezin Savunulduğu Tarih : 17/07/2014

Sosyal Bilimleri Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 11/08/2014 tarih ve 2014/30-4 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Unvan, Adı SOYADI  
Enstitü Müdürü

## Önsöz

Tez çalışmamda vermiş olduğu her türlü destekten dolayı danışmanım Yrd. Doç.Dr.Munise ILIKKAN ÖZGÜR hocama teşekkür ederim. İlmî anlamda gelişmeye yardımcı olmaların yanında, kendilerinin “insan” olarak deneyimlerinden faydalanma fırsatı bulduğum değerli hocalarım Prof.Dr. İbrahim BAKIRTAŞ, Doç.Dr. Erşan SEVER ve Yrd. Doç.Dr. Vasif ABİYEV’e minnettarım.

Tez çalışmam boyunca kendisini çok ihmal etmeme rağmen, sevgisi, ilgisi ve desteği ile bana güç veren sevgili eşim Fatma DEMİRTAŞ’a sonsuz teşekkür ederim.

Tezimin sunuma hazırlanması aşamasında yapıcı eleştirilerinden dolayı Doç.Dr. Reşat CEYLAN’a teşekkürü bir borç bilirim.

Tüm yaşamım boyunca yanımda olan, maddi manevi hiçbir yardımını esirgemeyen ve varlıklarıyla bana güç veren, haklarını asla ödeyemeyeceğim sevgili ANNEME ve BABAMA teşekkür ederim.

## Özet

Yüksek Lisans Tezi

Finansal Gelişme, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin  
İncelenmesi: Türkiye Örneği

Cuma DEMİRTAŞ

Aksaray Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Munise ILIKKAN ÖZGÜR

Bütün ekonomilerin temel hedefleri arasında yer alan ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesi ve onun sürdürülebilir olması ülkeler için önemlidir. Bu hedefin gerçekleşmesine katkı sağlayan unsurlardan finansal sistem ve doğrudan yabancı yatırımlar ülkeler için önemli olmaktadır.

Bu tez çalışmasında, Türkiye ekonomisine ait 1992-2013 dönemi verileri kullanılarak; finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme ilişkisinin, Granger nedensellik, VAR ve Eşbütünleşme modeli ile incelenmesi suretiyle, literatüre katkı sağlanması amaçlanmıştır.

Araştırmadan Granger nedensellik analizine göre elde edilen bulgular; mevduatların, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde nedensel etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Diğer değişkenler (kapitalizasyon oranı, doğrudan yabancı yatırımlar, mevduatlar ve reel gayri safi yurtiçi hasıla) arasında ise, Granger anlamda nedenselliğin olmadığı saptanmıştır. Bu durumda belirlenen finansal gelişmişlik göstergeleri olan (kapitalizasyon oranı ve mevduatlar) ile büyüme arasında zayıf nedenselliğin olduğu saptanmıştır.

Çalışmanın VAR analizi sonuçlarına göre ise, kısa dönemde büyümenin açıklanmasında, hem finansal gelişmişlik göstergelerinin, hem de doğrudan yabancı yatırımların öneminin arttığı söylenebilir.

Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre, uzun dönemde -sermaye piyasası değişkeni hariç- doğrudan yabancı yatırımlar ve mevduatlar büyümeyi olumlu etkilemektedir. Uzun dönemde Türkiye’de büyümenin açıklanmasında banka temelli finansal yapının ağırlıkta olduğu; sermaye piyasasının ise yeterli derecede gelişmemesinden dolayı büyümeyi desteklemediği görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların büyüme katkısının ise pozitif olmakla birlikte yeterli düzeyde olduğu söylenemez. Dolayısıyla, banka temelli finansal gelişme ve doğrudan yabancı yatırımların uzun dönemde büyümenin belirleyicileri olabileceği saptanmıştır.

**2014, 152 sayfa**

**Anahtar Kelimeler:**

- 1.Büyüme
- 2.Doğrudan Yabancı Yatırım
- 3.Finansal Gelişme
- 4.VAR Modeli

**Bilim Kodu:1119**



## **Abstract**

Master of Science

An Examination of the Relationships between Financial Development, Foreign  
Direct Investments and Economic Growth:  
The Case of Turkey

Cuma DEMİRTAŞ

Aksaray University

Graduate School of Institute of Social Sciences

Department of Economics

Supervisor : Yrd. Doç. Dr. Munise ILIKKAN ÖZGÜR

One of the most important policy targets of every country is to maintain sustainable economic growth. Financial system and foreign direct investments are the two of the main factors to contribute to the sustainable economic growth in an economy.

The aim of the thesis is examined the relationships among financial development, foreign direct investment and economic growth. For this purpose, Granger causality test, Co-integration test and VAR model are constructed to investigate short-run and long-run dynamic relationships among these variables using the data for the period 1992Q1-2013Q3.

According to Granger causality test results, deposit ratio, which is an indicator of financial development, Granger-causes foreign direct investments in Turkey. The study concludes that other variables (capitalization rate, foreign direct investments and real GDP) do not Granger-cause each other. Moreover, the study determines that there is a weak Granger causality from financial development indicators (deposit ratio and capitalization rate) to the economic growth in Turkey.

According to the results of the VAR analysis, variances of both the financial development indicators and the foreign direct investments explain variance of economic growth in the short-run.

According to the Johansen co-integration test results, foreign direct investment and deposit ratio positively affect economic growth in the long-run, while capitalization ratio negatively affects economic growth in the long-run. It can be concluded that the bank-based financial system is dominant in the long-run in explaining economic growth in Turkey, while insufficient development of the capital market doesn't contribute to the economic growth in the long-run. Furthermore, although foreign direct investments positively influence economic growth in Turkey, it is not at a sufficient level to influence economic growth. Overall, the study concludes that foreign direct investments and bank-based financial development are the main determinants of long-run economic growth in Turkey.

**2014, 152 pages**

**Keywords**

1. Growth
2. Foreign Direct Investment
3. Financial Development
4. VAR Model

**Science Code:1119**

## İÇİNDEKİLER

Önsöz .....	i
Özet .....	ii
Abstract .....	iv
İÇİNDEKİLER .....	vi
Kısaltmalar .....	x
Tablolar .....	xi
Şekiller .....	xii
GİRİŞ .....	1

### 1. BÖLÜM: FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE BÜYÜME TEORİLERİ

1.1. FİNANSAL SİSTEM .....	4
1.1.1. Finansal Sistemin Unsurları .....	4
1.1.1.1. Fon Arz Edenler .....	4
1.1.1.2. Fon Talep Edenler .....	4
1.1.1.3. Sistemi Düzenleyen Mevzuat ve Kurallar .....	5
1.1.1.4. Finansal Kuruluşlar (Araçlar) .....	5
1.1.1.5. Finansal Araçlar .....	5
1.1.2. Finansal Sistemin Yapısı .....	6
1.1.2.1. Bankacılık Esaslı Finansal Yapı .....	6
1.1.2.2. Sermaye Piyasası Esaslı Finansal Yapı .....	6
1.1.2.3. Finansal Sistemi Temel Alan Finansal Yapı .....	6
1.1.3. Finansal Piyasalar .....	7
1.1.3.1. Finansal Piyasa Türleri .....	8
1.1.3.1.1. Fonların Ödünç Veriliş Sürelerine Göre Finansal Piyasalar .....	8
1.1.3.1.2. Örgütlenme Derecelerine Göre Finansal Piyasalar .....	9
1.1.3.1.3. İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar .....	9
1.1.3.1.4. Kullanılan Finansal Araçlara Göre Finansal Piyasalar .....	9
1.1.4. Finansal Sistemin Fonksiyonları .....	10
1.1.4.1. Riskin Havuzlanması ve Çeşitlendirilmesi, Riskden Korunma, Ticaretin Kolaylaştırılması .....	11
1.1.4.2. Kaynakları Tahsis Etme ve Yatırımlar Hakkında Bilgi Verme .....	12
1.1.4.3. Yöneticilerin İzlenmesi ve Şirket Denetimi .....	12

1.1.4.4. Tasaruların Toplanması ve Mobilize Edilmesi.....	13
1.1.4.5. Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma .....	13
1.1.5. Finansal Gelişme.....	14
1.1.5.1. Finansal Gelişmişliğin Göstergesi .....	14
1.1.5.2. Finansal Gelişmişliğin Potansiyel Göstergesi .....	15
1.1.5.2. Finansal Gelişmişliğin llmesi .....	17
1.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları .....	18
1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım Türleri.....	19
1.2.2.1. Yapılan Yatırımın Mülkiyet Durumuna Göre Doğrudan Yabancı Yatırım .....	19
1.2.2.2. Yapılan Yatırımın Yeni İşletme Yaratmasına Göre Doğrudan Yabancı Yatırım .....	20
1.2.2.3. Yapılan Yatırımın retim Zincirindeki Yerine Göre Doğrudan Yabancı Yatırım .....	20
1.2.2.4. Yapılan Yatırımın Amacına Göre Doğrudan Yabancı Yatırım .....	21
1.2.2.5. Diğer Doğrudan Yabancı Yatırım eitleri .....	21
1.2.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Biçiminin Belirlenmesi İle İlgili Teoriler ....	22
1.2.2.1. İşlem Maliyetleri Teorisi .....	22
1.2.2.2. İçselleştirme Teorisi .....	22
1.2.2.3. Kuruluş Yeri Teorisi .....	22
1.2.2.4. Ürünün Hayat Devreleri Teorisi.....	23
1.2.2.5. Oligopolistik Tepki Teorisi .....	23
1.2.2.6. Eklektik Teorisi (OLİ Paradigması).....	23
1.2.3. Doğrudan Yabancı Yatırım Hareketlerini Belirleyen Faktörler .....	24
1.2.3.1. İtici (Push) Faktörler .....	24
1.2.3.2. ekici (Pull) Faktörler .....	25
1.3. BÜYÜME.....	28
1.3.1. Büyüme Kavramı ve Açıklanması .....	28
1.3.2. Modern Büyüme Teorilerinin Kısa Tarihçesi .....	29
1.3.3. Neo Klasik Büyüme Modelleri .....	33
1.3.4.İçsel Büyüme Modelleri.....	42

## 2. BÖLÜM:

### FİNANSAL GELİŞME, DOğRUDAN YABANCI YATIRIM VE BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

2.1. FİNANSAL GELİŞME BÜYÜME İLİŞKİSİ .....	51
---	----

2.1.1. Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisinin Yönü Üzerine Görüşler.....	54
2.1.2. Finansal Gelişme ve Büyüme Arasında İlişkiyi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar .....	56
2.2. FİNANSAL GELİŞME VE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM İLİŞKİSİ 60	
2.2.1. Finansal Gelişme ve Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar .....	62
2.3. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE BÜYÜME ARASINDA İLİŞKİ .....	64
2.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Büyüme Arasında İlişkiyi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar.....	65
2.4. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR, FİNANSAL GELİŞME VE BÜYÜME ARASINDA İLİŞKİ .....	66
2.4.1. Finansal Gelişme, Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme İlişkisi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar .....	68

### 3. BÖLÜM:

#### TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE BÜYÜME ARASINDA İLİŞKİ

3.1. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE TARİHSEL GELİŞİMİ .....	73
3.2. TÜRKİYE'DE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMIN YAPISI VE TARİHSEL GELİŞİMİ .....	76
3.3. TÜRKİYE'DE BÜYÜMENİN YAPISI VE TARİHSEL GELİŞİMİ .....	79
3.4. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	82
3.4.1. Türkiye'de Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar .....	82
3.4.2. Türkiye'de Finansal Gelişme ve Doğrudan Yabancı Yatırım İlişkisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar .....	84
3.4.3. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme İlişkisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar.....	85
3.4.4. Türkiye'de Finansal Gelişme, Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme İlişkisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar .....	86
3.5. TÜRKİYEDE FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE BÜYÜME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ.....	87
3.5.1. Temel Kavramlar .....	87
3.5.1.1. Durağanlık (Birim-Kök Testi) Testleri .....	87

3.5.1.2. Augmented Dickey–Fuller (ADF) Testi .....	88
3.5.1.3. Phillips-Perron (PP) Testi .....	88
3.5.2. Granger Nedenselliği .....	88
3.5.3. Vektör Otoregresif Model (VAR).....	89
3.5.3.1. Etki-Tepki Fonksiyonları .....	90
3.5.3.2. Varyans Ayırıştırması .....	90
3.5.4. Koentegrasyon Testleri .....	90
3.5.5. Değişkenlerin Tanımlanması .....	91
3.5.6. Ampirik Sonuçlar ve Bulgular .....	92
3.5.6.1. Serilerin Durağanlık Testi ve Sonuçları .....	92
3.5.6.2. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları .....	94
3.5.6.3. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve VAR İstikrar Koşulu.....	95
3.5.6.4. VAR Modelinde Durağanlığının Sınanması ve Hata Terimine Ait Otokorelasyon ve Değişen Varyans (Heteroskedasite) Testleri.....	96
3.5.6.5. Etki-Tepki Analizi Sonuçları .....	97
3.5.6.6. Varyans Ayırıştırması Sonuçları .....	102
3.5.6.7. Johansen Eşbütünleşme Testi ve Tahmin Sonuçları .....	105
SONUÇ .....	108
KAYNAKÇA .....	111
EKLER.....	125

## Kısaltmalar

**ABD:** Amerika Birleşik Devletleri

**ADF:** Augmented Dickey Fuller

**AIC:** Akaike Bilgi Kriteri

**ARDL:** Otoregresif Dağıtılmış Lag

**AR-GE:** Araştırma Geliştirme

**BDDK:** Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

**ÇUŞ:** Çok Uluslu Şirketler

**DBMS:** Devredilebilir Banka Mevduatı Sertifikaları

**DİBS:** Devlet İç Borçlanma Senetleri

**DYY:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar

**DYYO:** Doğrudan Yabancı Yatırımların Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranı

**EKK:** En Küçük Kareler

**FPE:** Son Tahmin Kriteri

**KAPO:** Kapitalizasyon Oranı

**LM:** Lagrange Multiplier

**GMM:** Genelleştirilmiş Momentler Metodu

**GOÜ:** Gelişmekte Olan Ülkeler

**GSYİH:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

**MB:** Merkez Bankası

**MENA:** Middle East and North Africa

**MEVO:** Mevduatların Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranı

**TÜİK:** Türkiye İstatistik Kurumu

**SC:** Schwarz Criteria

**HQ:** Hannan-Quinn Bilgi Kriteri

**İAB:** İstanbul Altın Borsası

**İMKB:** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

**PP:** Philips-Perron

**RGSYİH:** Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

**OECD:** Organization for Economic Co-operation and Development

**VAR:** Vektör Autoregressive Model

**VECM:** Vector Error Correction Model

**VOB:** Vadeli Opsiyon Borsası

## Tablolar

Tablo 1: Yapılan Yatırımın Amacına Göre Doğrudan Yabancı Yatırım.....	21
Tablo 2: DYY'nin Farklı Türlerinin Ev Sahibi Ülkelerin Rekabet Yapıları Üzerindeki Olası Katkıları .....	27
Tablo 3: Başlıca Büyüme Modelleri ve Özellikleri .....	33
Tablo 4: Değişkenlerin açıklanması.....	92
Tablo 5: Durağanlık Analiz Testi Sonuçları .....	93
Tablo 6: Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	94
Tablo 7: Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi.....	95
Tablo 8: LM Testi .....	97
Tablo 9: Değişen Varyans Testi.....	97
Tablo 10: RGSYİH'nin Varyans Ayrıştırması.....	102
Tablo 11: KAPO'nun Varyans Ayrıştırması.....	103
Tablo 12: DYYO'nun Varyans Ayrıştırması .....	104
Tablo 13: MEVO'nun Varyans Ayrıştırması .....	105
Tablo 14: Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	106
Tablo 15: Normalize Edilmiş Eş Bütünleşme Vektörü.....	106



## Şekiller

Şekil 1: Üretim Fonksiyonu ve Yatırım .....	37
Şekil 2: Durağan Durum Dengesi .....	38
Şekil 3: Nüfus Artışının Negatif Etkisi .....	39
Şekil 4: Teknolojik Gelişmenin Etkisi .....	40
Şekil 5: AK Modeli .....	45
Şekil 6: Finans-Büyüme İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım .....	54
Şekil 7: 1991-2013 Dönemi Finansal Gelişmişlik Göstergeleri .....	75
Şekil 8: 1990-2013 Dönemi Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar .....	78
Şekil 9: 1987-2013 Dönemi Türkiye Ekonomisi Büyüme Oranları .....	81
Şekil 10: VAR İstikrar koşulu .....	96
Şekil 11: RGSYİH Etki Tepki Sonuçları .....	98
Şekil 12: KAPO Etki Tepki Sonuçları .....	99
Şekil 13: DYYO Etki Tepki Sonuçları .....	100
Şekil 14: MEVO Etki Tepki Sonuçları .....	101



## GİRİŞ

Bütün ekonomilerin temel hedefleri arasında yer alan ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesi ve onun sürdürülebilir olması ülkeler için önemlidir. Bu hedefin gerçekleşmesine katkı sağlayan unsurlarda ülkeler için önemlidir. Modern toplumların en önemli eserlerinden olan 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 piyasalar, kuruluşlar ve araçların gelişmesi şeklinde ifade edilirse; finansal kesimde yaratılan fonların reel kesime aktarılma oranı da o denli yüksek olacaktır.

Ancak finansal sistemin ekonomik performansa etkisi ülkeden ülkeye değişkenlik göstermektedir. Bu değişkenliklerin nedenlerini açıklamada araştırmacılar arasında çeşitli görüş ayrılıkları vardır. Bazı görüşler finansal gelişmenin büyümeye neden olduğunu; bazıları büyümenin finansal gelişmeye neden olduğunu ifade etmektedirler. Ayrıca, büyüme ve finansal sistemdeki gelişmenin karşılıklı etkileşime sahip olduğunu ya da büyüme ile finansal gelişimin birbirini etkilemediğini, hatta finansın büyümeyi sınırladığını öne süren görüşler de mevcuttur. Finansal gelişme ile büyüme arasında ilişkinin yönü ve boyutu konusunda fikir birliğinin sağlanamamış olması bu alandaki literatürün zenginleşmesine yol açmıştır.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ülkeler arasında hızla artmaya başlayan doğrudan yabancı yatırımların (DYY) da ülkelerin ekonomik büyüme performansı üzerinde etkisi olduğuna inanılan bir diğer değişkendir. 1980'li yıllardan itibaren dışa açılmaya başlayan gelişmekte olan ülkeler büyüme artışı sağlamak amacıyla doğrudan yabancı yatırımları çekme gayreti içine girmişlerdir.

Diğer taraftan, yabancı yatırımcıların da yatırım yapacakları ülkeyi belirlerken dikkate aldıkları çeşitli kriterler vardır. Yatırımın yapılacağı ülkenin büyüyen ekonomi olması ve finansal sistemin gelişmiş olması bu kriterler arasında yer alır.

Gelişmekte olan ülkelerden biri olan Türkiye için de ekonomik büyümenin sağlanması ve sürdürülmesinin önemi büyüktür. Bu çalışmayla Türkiye'deki finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme arasında ilişkinin yönünün ve boyutlarının belirlenmesi amaçlanmaktadır.

Bu tez çalışmasının konusunu oluşturan değişkenlere ait üçer aylık serilerden oluşan 1992Q1-2013Q3 dönemlerini kapsamaktadır. Çalışmanın bu dönemle sınırlandırılmasının nedeni, Türkiye'deki sermaye hareketlerindeki tam serbestleşmenin 1989 yılı sonrasında sağlanmış olmasıdır.

Mevcut literatürde konu ile ilgili yapılan çalışmalar, genellikle ya finansal gelişme-ekonomik büyüme ya DYY-büyüme ya da finansal gelişme-DYY ilişkisini ayırıştırarak yapılmıştır. Fakat bu üç değişkenin birlikte ele alındığı çalışma sayısının sınırlı olması ve yapılan literatür taramasına göre Türkiye üzerinde bu üçünü birlikte inceleyen herhangi bir çalışmaya rastlanmamış olması konunun seçilmesinde belirleyici faktördür. Bu boşluk nedeniyle çalışmanın literatüre katkı sağlaması beklenmektedir.

Bu tez dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümün birinci kısmında; finansal sistem ve unsurları, finansal piyasalar ile finansal sistemin fonksiyonları incelenmektedir. Birinci bölümün ikinci kısmında (DYY) ve çeşitleri, DYY teorileri ve DYY belirleyen unsurlara yer verilmiştir. Birinci bölümün son kısmında ise ekonomik büyüme ve büyüme teorileri genel hatlarıyla yer almıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde; finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişkileri inceleyen hem teorik hem de ampirik çalışmalar yer almaktadır. Finansal gelişme- büyüme; finansal gelişme-DYY; DYY-büyüme ilişkisi ve son olarakta finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişkiyi açıklayan çalışmalara yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise; Türkiye özelinde uygulanan ekonomi politikalarına bağlı olarak finansal piyasaların, DYY'nin ve ekonomik büyümenin gelişim süreci incelenmiştir. Türkiye'de yapılan çalışmaların yer aldığı üçüncü bölümün son kısmında ise Türkiye ekonomisine ait 1992-2013 verileri kullanılarak finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişki ekonometrik yöntemler kullanılarak

incelenmiştir. Söz konusu değişkenler arasında eşbütünleşme(cointegration), Granger nedensellik testi ve VAR modeline bağlı olarak etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması yapılmıştır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE BÜYÜME TEORİLERİ**

#### **1.1. FİNANSAL SİSTEM**

Modern toplumların en önemli eserlerinden biri olan finansal sistem ekonomik büyümeye katkı sağlayan hanehalkı, firma ve devlete çeşitli finansal hizmetler sunar (Shahbaz & Rahman, 2012). Fon fazlası olan ekonomik ajanlardan fon açığı olan ajanlara fon transferi sağlamaya aracılık eden finansal sistemin varlığı ekonomik gelişimin sağlanması ve sürdürülmesi için gereklidir.

##### **1.1.1. Finansal Sistemin Unsurları**

Yasal ve hukuki çerçevesi de dikkate alındığında finansal sistem beş temel unsurdan oluşmaktadır. Bunlar; fon arz edenler, fon talep edenler, fon akımını sağlayan finansal kurumlar, finansal araçlar ve son olarak da sistemi düzenleyen kurallardır.

##### **1.1.1.1. Fon Arz Edenler**

Finansal piyasalarda ödünç verenler, elde ettikleri gelirlerinden daha az harcama yapmak suretiyle fon fazlasına sahip olan başta hanehalkı olmak üzere firmalar ve hükümetler (özellikle merkezi hükümetler ve yerel yönetimler) ile yabancı vatandaşlar ve yabancı devletlerden oluşur.

##### **1.1.1.2. Fon Talep Edenler**

Finansal piyasalarda yatırımcılar ve devlet en önemli fon talep edenlerdir. Bunlara ilave olarak hanehalkı ve yabancılar da fon talep edebilirler (Mishkin, 2004). Fon arz edenler tasarruflarını, finansal araçlar vasıtasıyla tasarruf banka hesabına para yatırma, sigorta şirketlerine prim ödeme, hazine bonolarına yatırım, farklı şirketlerin hisse senetlerine yatırım, tahvil ve emeklilik fonları ve yatırım fonlarına yatırım şeklinde finansal araçlar sayesinde finansal sisteme kazandırmaktadırlar.

### **1.1.1.3. Sistemi Düzenleyen Mevzuat ve Kurallar**

Finansal kurallar, fon alım ve satım işlemlerinde finansal sistemde yer alan idari ve yasal düzenlemelerdir. Borçlar kanunu, ticaret kanunu, bankacılık kanunu merkez bankası kanunu ve sermaye piyasası kanunu gibi yasalara ilaveten parasal ilişkileri düzenleyen mevzuat ve piyasada geçerli olan örf ve adetler de finansal sistemi düzenleyen kurallar içerisinde yer almaktadır (Çıkrıkçı, 1995).

### **1.1.1.4. Finansal Kuruluşlar (Aracılar)**

Finansal sistemin en önemli unsuru finansal araçlar olarak da nitelendirilen finansal kuruluşlardır. Bir finansal sistemin işleyişi ve etkinliği açısından finansal kuruluşlar son derece önemlidir. Bu kuruluşlar mali açıdan sağlamlığı ve güvenilirliği finansal sistemin sağlığı hakkında bilgi vermektedir (Tiryaki, 2012). Finansal sistem içerisinde yer alan finansal kuruluşların birçok görevi vardır. Ancak en önemlisi finansal aracılık hizmetini gerçekleştirerek, tasarrufların yatırıma dönüşme sürecini kolaylaştırmasıdır. Finansal aracı kurumları genel olarak üç kategoriye ayrılmaktadır. Bunları mevduat kurumları (ticari bankalar, tasarruf ve borç birlikleri ve kredi birlikleri), sözleşmeli tasarruf kurumları (hayat sigortası şirketleri, yangın ve kaza sigortası şirketleri, özel ve devlet emeklilik fonları) ve yatırım aracı kurumları (kiralama (leasing), faktoring ve tüketici finansman şirketleri) oluşturmaktadır (Mishkin, 2004; Sever, 2009).

### **1.1.1.5. Finansal Araçlar**

Finansal piyasaların tasarruf sahiplerinden yatırımcılara fon aktarımı gibi önemli işlevi nasıl yerine getirdiğini anlayabilmek için finansal araçları incelemek gerekir. Finansal araçlar, para piyasası ve sermaye piyasası araçları olarak ikiye ayrılabilir. Para piyasasında alımı satımı gerçekleşen borç araçları kısa vadeli olduklarından daha az dalgalanırlar; dolayısıyla da daha az riske sahip yatırımlardır. Başlıca para piyasası araçları, hazine bonoları, devredilebilir banka mevduatı sertifikaları (DBMS), ticari senetler, banka kabulü poliçe, geri satın alım anlaşmaları (repo) şeklinde sıralanabilir. Sermaye piyasası araçları ise, bir yıldan daha fazla vadeye sahip borçlanma ve hisse senedi enstrümanlarıdır. Para piyasası araçlarına nazaran fazla dalgalanma gösterdiklerinden daha risklidir. Başlıcaları hisse senetleri, mortgageler, şirket tahvilleri, devlet senetleri, tüketici ve ticari kredilerinden oluşmaktadır (Mishkin, 2004).

### **1.1.2. Finansal Sistemin Yapısı**

Finansal sistemin yapısı banka esaslı, sermaye piyasası esaslı ve finans sistemi temel alan olarak üçe ayrılabilir.

#### **1.1.2.1. Bankacılık Esaslı Finansal Yapı**

Sermaye piyasası gelişmemiş, bankacılık sistemi zayıf ve küçük olan az gelişmiş ülkelerin banka temelli bir yapı arz etmektedir. Banka temelli finansal sistemlerde bankalar finansal kararların verilmesi sürecinde etkilidir (Tiryaki, 2012). Bu sistemi savunan görüşler, bankaların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisini vurgularken; sermaye piyasası temelli finansal sistemin eksikliklerini öne çıkarırlar.

Banka temelli teori gelişmekte olan ülkelerde bankaların daha etkili şekilde finansal gelişmeye katkı sağladığını savunur. Bu temele dayanan finansal piyasa düzenlemeleri sermaye piyasa temelli sistemlerden daha iyi şekilde kaynak tahsisi ve kurumsal yönetimi geliştirebilir (Gerschenkron, 1962).

#### **1.1.2.2. Sermaye Piyasası Esaslı Finansal Yapı**

Gelir seviyesi yüksek ve yasal düzenlemeleri oturmuş olan ülkelerin hisse senedi piyasaları bankalara göre daha etkin olmakta ve dolayısıyla bu ülkelerde finansal sistem piyasa temelli bir görünüme sahiptir. Piyasa temelli sistemlerde, sermaye piyasaları bankalarla birlikte, ekonomideki tasarrufların tahsisinde önemli rol oynamaktadır (Tiryaki, 2012). Piyasa temelli yapıyı savunan görüşler, iyi örgütlemiş finansal sistem avantajlarını ve banka temelli finansal sistem teorilerinin eksikliklerini vurgulamaktadır (Beck & Levine, 2002). Yapılan çalışmalar ülkelerin gelirleri arttıkça, finansal sistemlerinin daha piyasa temelli olma eğiliminde olduğu sonucuna ulaşmıştır (Tiryaki, 2012). Büyük, likit ve iyi örgütlemiş finansal sistem, kurumsal yönetimin iyileştirilmesi ve risk yönetimi kolaylaşmaktadır (Beck & Levine, 2002). Ayrıca ekonomiler geliştikçe, finansal piyasalar tarafından sağlanan hizmetler bankalar tarafından sağlanan hizmetlere göre nispeten daha önemli hale gelmektedir. Böylece piyasa temelli yapı büyümeye görece olarak daha fazla katkı sağlamaktadır (Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 1999).

#### **1.1.2.3. Finansal Sistemi Temel Alan Finansal Yapı**

Yüksek ekonomik büyümenin sağlanması için banka temelli mi yoksa piyasa temelli mi finansal yapının olması gerektiği tartışmalarının yanlış olduğu bazı



araştırmacılar tarafından eleştirilmektedir. Bu görüşü savunan araştırmacıların desteklediği finansal hizmetler teorisi, finansal sistemler tarafından sağlanan temel finansal hizmetleri vurgulamaktadır. Finansal hizmetler; yeni firma oluşturma, endüstriyel genişleme ve ekonomik büyüme için çok önemlidir (Luintel, Khan, Arestis, & Theodoridis, 2008). Bu görüş hem banka temelli, hem de piyasa temelli finansal sistemin görüşlerini kucaklamaktadır. Finansal sistem görüşü, büyümenin finansın kaynağı ile değil, sağlıklı ve verimli bir Şekilde finansal hizmetlerin sağlandığı yapı ile gerekleēeđini savunmaktadır (World Bank, 2001).

### **1.1.3. Finansal Piyasalar**

Finansal piyasa, hisse senedi, tahvil ve bono gibi finansal menkul kıymetler ve emtia gibi değerli metallerin etkin piyasa fiyatlarında değiştirildiği piyasalardır. Burada etkin piyasa fiyatından kastedilen; bütün yatırımcıların gelecek beklentileri hakkında spekülasyonda ortak inançlarını yansıtan tarafsız fiyattır (Canbaş & Doğukanlı, 2001). Diğer bir deyişe, etkin fiyat bir piyasada işlem gören değerlerin mevcut fiyatlarını, o değerlere ilişkin tüm bilgileri yansıması olarak tanımlanabilir (TCMB, 2013).

Hisse senedi ve tahvil gibi değerli kâğıtların ticaretinin gerekleēmesi, finansal piyasalarda doğrudan alıcı ve satıcının karşılaşması ya da menkul kıymetler borsası araçlarıyla gerekleēebilir. Bir ekonomide finansal piyasaların ortaya çıkmasının nedeni, ekonomik birimlerin (bireyler, firmalar ve devlet) kendi ilerinde tasarruf-yatırım dengesini sağlayamamalarıdır. Bu durumda fon fazlası olan ekonomik birimlerle fon açığı olan ekonomik birimler arasında fon alişverişini gerekleētirecek kurumsal bir mekanizmaya ihtiyaç vardır. Ekonomik birimler fon ihtiyaçlarını öncelikle kendi öz kaynakları ile karşırlar. Bir ekonomik birim tasarrufundan fazla yatırım gerekleētirmek istemesi durumunda ek finansmana ihtiyaç duyar. Böylece dış finansman kaynaklarına, dolayısıyla finansal piyasalara başvurulur. Öte yandan ekonomide bazı ekonomik birimlerin belli bir dönem içindeki tasarrufları reel varlıklara yaptıkları yatırımlardan fazla olabilir. Bu tasarruf sahipleri gelir fazlalarını, belirli bir bedel karşılığı, fon açığı olan ekonomik birimlere kullandırmak isteyebilirler. İşte, finansal piyasalar, en genel anlamı ile tasarruf açığı olan (yatırım > tasarruf) ekonomik birimlerle tasarruf fazlası olan (yatırım < tasarruf)

ekonomik birimlerin bir araya gelerek etkileşimde bulunmasını sağlayan araç ve kurumlardan oluşan piyasalardır (Canbaş & Doğukanlı, 2001).

Finansal piyasalar ve kurumlar, bilgi ve işlem anlaşmazlıkları sonucunda ortaya çıkan problemleri düzenlemek için ortaya çıkmıştır. Bilgi ve işlem maliyetlerinin farklı türleri ve kombinasyonları farklı finansal sözleşmeler, piyasalar ve kurumların ortaya çıkmasını motive etmiştir. Ekonomik faaliyetler ve teknolojik yenilikler, şüphesiz finansal yapı ve kaliteyi etkiler. Telekomünikasyon ve bilgisayardaki yenilikler de finansal hizmet endüstrisini etkiler. Üçüncü faktörler, örneğin ülkenin yasal sistemi ve siyasi kurumları da büyüme sürecinde finansal ve ekonomik gelişmeyi belli ölçüde etkiler (Levine, 1997). Bu yüzden finansal piyasaların her piyasa aracının vadesine ve aktifin içeriğine bağlı olarak değişen çeşitli türleri bulunmaktadır.

#### **1.1.3.1. Finansal Piyasa Türleri**

Finansal piyasalar; fonların ödünç verilış sürelerine göre, para ve sermaye piyasaları; örgütlenme şekline göre, örgütlenmiş (borsa) ve örgütlenmemiş (tezhahüstü) piyasalar; finansal varlıkların işlemlerine göre, birincil ve ikincil piyasalar ile kullanılan finansal araçlara göre de türev, döviz, emtia ve sigorta olarak farklı kategorilerde incelenebilir.

##### **1.1.3.1.1. Fonların Ödünç Veriliş Sürelerine Göre Finansal Piyasalar**

Fonların ödünç verilış sürelerine göre finansal piyasalar, para ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılabilir.

**Para Piyasaları;** bir yıl veya daha kısa süreli kredi arz ve talebinin karşılaştığı; yani kısa vadeli borç araçlarının işleminin yapıldığı piyasalardır. Ekonomik birimler para piyasasına genelde günlük faaliyetlerini gidermek amacıyla başvururlar. Ayrıca para piyasaları fon transferi sağlayarak ekonomik büyümeye de katkı sağlar (Mishkin, 2004).

**Sermaye Piyasaları;** uzun dönemli değişimlerin yapıldığı, işletmelerin sabit sermaye yatırımlarının finansmanı için başvurdukları finansal piyasalardır. Sermaye piyasaları tahvil ve hisse senedi piyasaları şeklinde ayrılabilir. Tahvil piyasaları, tahvil ihracı ve tahvil ticareti ile; hisse senedi piyasaları ise, hisse senedi ihracı ve ticareti ile ekonomik birimlere finansman sağlar. Dolayısıyla, sermaye piyasaları sermayenin artmasını kolaylaştırır (Korkmaz & Ceylan, 2012).

### **1.1.3.1.2. Örgütlenme Derecelerine Göre Finansal Piyasalar**

Örgütlenme derecelerine göre finansal piyasalar, örgütlenmiş finansal piyasalar ve örgütlenmemiş finansal piyasalar olarak ikiye ayrılabilir.

**Örgütlenmiş (organize) finansal piyasalar;** tesisleri, organları, üyeleri, kural ve yöntemleri ile kurumsallaşan piyasalardır. Bu piyasalarda kişiler ve kurumları doğrudan doğruya temsil eden aracı kuruluşlar, kişi ve kurumlar adına sermaye piyasasında işlemleri yürütürler. Para piyasalarının örgütlenmiş kesimini bankacılık sektörü oluştururken, sermaye piyasasının örgütlenmiş kesimini ise borsalar oluşturmaktadır.

**Örgütlenmemiş (tezgah üstü) finansal piyasalar;** örgütlenmiş piyasalarda işlem göremeyen menkul kıymetlerin, örgütlenmiş piyasaların kotasyon koşullarını sağlayamayan küçük ve yeni şirketlerin menkul kıymetlerinin değişim işlemlerinin gerçekleştirildiği aracı piyasalardır.

### **1.1.3.1.3. İşlemlerine Göre Finansal Piyasalar**

İşlemlerine göre finansal piyasalar; birincil piyasalar ve ikincil piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Birincil piyasa, firmalar ya da devlet kurumları gibi ödünç fon arayanlar tarafından yeni ihraç edilen tahvil ve hisse senetleri gibi menkul değerlerin ilk kez alınıp satıldığı piyasalardır. İkincil piyasa ise, önceden ihraç edilmiş olan tahvil ve hisse senetlerinin alış ve satışın gerçekleştiği piyasalardır (Mishkin, 2004) İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya istem yaratır ve bu piyasanın gelişmesini sağlar. İkincil piyasanın en iyi örgütlenmiş bölümü daha önce de ifade edildiği gibi menkul kıymet borsalarıdır (Ergezen, 2006).

### **1.1.3.1.4. Kullanılan Finansal Araçlara Göre Finansal Piyasalar**

Finansal piyasalar kullanılan araçlara göre; türev piyasa, döviz piyasası, sigorta piyasası ve emtia piyasası olarak sınıflandırılabilir.

Türev piyasası, finansal riski kontrol etmeyi sağlayan araç seçeneği sunar. Son otuz yıldır küresel finansal piyasalarda çok sayıda finansal yenilik yer almıştır. Muhtemelen bu yeniliklerin en önemlisi türev enstrümanlarıdır. Türev piyasalar, ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır (Korkmaz & Ceylan, 2012).

Döviz piyasası, genel anlamda, konvertibil dövizlerin ( herhangi bir sınırlama olmadan bir yabancı ülke parasının başka yabancı ülke parasıyla değiştirilmesi) alınıp satıldığı yer olarak tanımlanabilir (Kaygusuz, 2012). Döviz piyasası uluslararası ticaretin ve finansal işlemlerin gerçekleştirilmesi sürecinde çeşitli para birimlerinin birbirine değişimini sağlayarak döviz ticaretini kolaylaştırır (Günel, 2007).

Sigorta piyasasında yer alan sigorta şirketleri para ve değerli kâğıtları sigorta poliçelerine dönüştürürler. Böylece sigorta şirketleri küçük tasarrufları havuzlayarak çeşitli risklerin yer değiştirmesine yardımcı olur. Sigorta şirketleri bu işlemleri gerçekleştirirken ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerine maruz kalmaktadır (Mishkin, 2004). Sigorta piyasası risk ve teminat yoluyla ekonomik faaliyetlere olanak sağlarken; diğer yandan toplamış olduğu primlerin bir kısmını sermaye piyasasına aktararak yatırımları finanse ederek büyümeye katkı sağlamaktadır (Karış, Tandoğan, & Akbulut, 2013).

Emtia Piyasası, ticaret için gerekli koşulları gerçekleştirerek malların ticaretini düzenler. Ayrıca emtianın tüm dünya ile aynı fiyat üzerinden işlem yapılmasını sağlamaktadır.

#### **1.1.4. Finansal Sistemin Fonksiyonları**

Finansal sistemin fonksiyonları beş ana gruba ayrılır (Levine, 1997):

- (i) Riskin Havuzlanması ve Çeşitlendirilmesi, Riskden Korunma, Ticaretin kolaylaştırılması,
- (ii) Kaynakları Tahsis Etme ve Yatırımlar Hakkında Bilgi Verme
- (iii) Yöneticilerin İzlenmesi ve Şirket Denetimi
- (iv) Tasarrufların Toplanması ve Mobilize Edilmesi
- (v) Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma

Bu fonksiyonların her biri ekonomik performansı iki şekilde etkileyebilmektedir. Bunlardan birincisi sermaye hesabı, diğeri ise teknolojik ilerlemedir. Finansal sistem birincisini ya tasarruf oranını ya da farklı sermaye yapılı üretim teknolojileri arasında tasarrufların tekrar dağılımını gerçekleştirerek

etkileyebilmektedir. Teknolojik ilerleme ise, yeni üretim teknikleri ve malların ortaya çıkmasını teşvik ederek büyümeyi tetiklemektedir (Sever, 2009).

#### **1.1.4.1. Riskin Havuzlanması ve Çeşitlendirilmesi, Riskden Korunma, Ticaretin Kolaylaştırılması**

Finansal sistem iki riski yönetmeye çalışır. Birincisi, likidite riskidir. Varlıkların değişim aracına dönüştürme sürecinde ortaya çıkan belirsizlikler likidite riskini ortaya çıkarır. Orta vadede belirsizliklerin artmasıyla likidite riskleri artmakta; bu durumda işlem maliyetleri ve bilgi asimetrisin varlığı likidite durumunu gizleyerek likidite riskine maruz kalmayı artırabilmektedir. Finansal piyasalar ve kurumların ortaya çıkmasıyla bu tür riskleri en aza indirmek mümkün olmuştur. İyi işleyen likit sermaye piyasalarının oluşturulmasıyla finansal araçların değişimi daha az maliyetle gerçekleştirilebilecek ve bu araçların değişim zamanı ve yeri ile ilgili belirsizlikler ortadan kalkabilecektir (Levine, 1997).

İkinci risk türü, yapısal özellikli (idiosyncratic ) riskdir. Bu risk türü, bireysel proje, firmalar, endüstri, bölge ve ülkelerden kaynaklanan kesimler arası risklerdir. Finansal piyasalar geniş bir finansal araç yelpazesi sunarak riski havuzlama ve çeşitlendirme işlemini gerçekleştirmektedir. Düşük getirili projelere göre yüksek getirili projeler daha risklidir. Böyle durumlarda finansal araçlar tasarruf sahiplerini yüksek getiri beklenen projelere doğru yönlendirirler. Finansal araçlar riskli projeler için kaynak bulmaları yanında riskli projeler hakkında da tasarruf sahiplerine bilgi sağlayarak daha yüksek getirili projelere ulaşmasına yardımcı olur (Levine, 1997).

Ayrıca, finansal hizmetler yenilikçi projelerden kaynaklanan riskleri çeşitlendirmeye de yardımcı olur. Bazı girişimciler kendi karlılıklarını artıracak şekilde teknolojik değişimler yapmak isterler. Fakat yenilikçi projeler diğer projelere kıyasla daha fazla risklidir. Böyle durumlarda girişimciler finansal araçlar tarafından sağlanan yenilikçi projelerin portföy çeşitlemesi ve tercihlerin yenilikçiliğe dayalı büyüme eğilimlerine doğru yatırımlarını teşvik etmekte ve riski azaltmaktadır. Böylece girişimciler çok fazla riske maruz kalmadan teknolojik yeniliklere ulaşma fırsatı yakalarlar (King & Levine, 1997). Kısaca, finansal sistem risk çeşitlendirmesini kolay hale getirdiğinden teknolojideki gelişme ve iktisadi büyüme artabilmektedir (Sever, 2009).

#### **1.1.4.2. Kaynakları Tahsis Etme ve Yatırımlar Hakkında Bilgi Verme**

Tasarruf sahiplerinin, firmalar, yöneticiler ve piyasa koşulları hakkında bilgi alması maliyetli ve çok zordur; çünkü tüm firmalar, yöneticiler ve piyasa koşulları hakkında bilgi edinimi konusunda yeterli zamana ve kabiliyete sahip olmamaları sonucunda güvenilir bilgiye ulaşamadıklarından yatırım yapmak istemezler. Bu aksaklıklar sermayenin, verimli projelerde kullanılmak üzere transferini engelleyecektir. Böylece yüksek bilgi maliyetlerinden dolayı sermayenin yüksek değer yaratması engellenmiş olacaktır. Yatırımcılar açısından bakıldığında, onlar da tasarruf sahipleri gibi bilgi edinimi konusunda ek bir maliyete katlanmak zorunda kalacaklardır. Hem tasarruf sahipleri hem de yatırımcılar için bilgi edinim maliyetini minimize etme güdüsü finansal kurumları ortaya çıkarmıştır. Finansal kurumlar bilgi toplama maliyetinin daha düşük düzeyde kalmasını sağlayarak ve yatırım fırsatlarını değerlendirme konusunda bilgi toplamayı kolaylaştırarak kaynakların daha etkin şekilde kullanımına yardımcı olurlar (Levine, 1997).

Diğer taraftan, finansal araçlar kaynakları daha verimli alanlarda kullanabilecek girişimcilerin saptanması konusunda da bilgiye sahiptirler. Bilginin elde edilmesi ve uygulanması daha verimli kaynak dağılımı ve büyüme için önem arz etmektedir (Greenwood & Jovanovic, 1990).

Ayrıca finansal araçlar yeni ve verimli üretim sürecini harekete geçirme potansiyeli yüksek girişimcileri destekleyerek teknolojik yeniliklerin kullanımını artırılmasıyla da ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmektedirler (King & Levine, 1997).

#### **1.1.4.3. Yöneticilerin İzlenmesi ve Şirket Denetimi**

Finansal sözleşmeler, araçlar ve piyasalar sadece bilgi elde etme maliyetini azaltmaz; aynı zamanda şirket ve yöneticilerini izleme ve denetleme için kontrol mekanizması görevini de yerine getirir. Finansal anlaşmalar sayesinde firma sahipleri şirketlerini en iyi getirinin elde edilmesini sağlayacak şekilde dizayn edeceklerdir. İçerdekileri zorlamanın yanısıra finansal hizmetlerin gelişmesiyle içerdekileri kontrol etme maliyeti de azalmış olacaktır. Bilgi edinme ve uygulama maliyeti kaynakların projeler için optimum dağılımını engeller. Çözüm olarak, finansal anlaşmalar örneğin, borç alanlar ile borç verenler arasında düzenlenen borç sözleşmeleri denetleme ve zorlama maliyetlerini azaltacaktır (Levine, 1997).

Ayrıca, finansal araçlar ekonomik birimlerden topladıkları tasarrufları proje sahiplerine tahsis eder. Burada borç alanlar bütün tasarruf sahipleri tarafından gözetlenmez; finansal araçlar tasarruf sahipleri adına bu işi yapar. Bundan dolayı gözetleme maliyeti azalır. Ayrıca, finansal araçlar projeyi değerlendirir ve projenin güvenilir olup olmadığına karar verir. Diğer taraftan, finansal araçlar ödünç verenlerin fonlarını ödünç alanlar tarafından doğru biçimde kullanılıp kullanılmadığını sağlayarak denetimi gerçekleştirir (Yenieli, 2009).

Finansal sözleşmeler, stok piyasalarda şirket kontrolüne katkı sağlar. Borsada işlem gören şirket hisse senetlerinin fiyatları firmanın iç yapısı hakkında bilgi verir. Bu çözümden faydalanarak şirketin dışarıdaki sahipleri hisse fiyatları ve yönetici hataları (compensation) arasında bağlantı kurar. Bu bağlantı yöneticileri, firmanın değerini artırmaya zorlar (Levine, 1997).

#### **1.1.4.4. Tasarrufların Toplanması ve Mobilize Edilmesi**

Mobilize etme tasarrufların ekonomik birimlerden toplanması ve yatırımcılara tahsis edilmesini ifade etmektedir. Dahası finansal araçların küçük nominal değerlerini (denomination) sunması mobilizasyonun bir parçasıdır. Finansal piyasalar finansal araçların bu türünü sunarak, bireylerin firmanın tamamını satma ya da satın alma yerine verimli ölçüde firmaya yatırım yapmayı sağlar. Sonuç olarak, onlar çeşitlendirilmiş portföylerini esnek şekilde yönetirler ve ayrıca iyi çeşitlendirilmiş portföyle likidite riskini azaltırlar (Levine, 1997). Finansal sistem tasarrufların mobilize edilmesiyle sermaye birikiminde kullanılacak kaynakların miktarını artırabilir. Tasarrufların çok karlı projelere tahsis edilmesiyle bu fonlar finansman sıkıntısı çeken firmaların büyümesini, endüstri genişlemesini ve işgücü verimlilik artışını kolaylaştırmaktadır (Morgan, 2013) Böylece beşeri sermayenin de dahil olduğu sermayenin azalan getirisi söz konusu değilse finansal sistem büyüme oranını tetikleyici unsur olabilecektir (Ağır, 2010; Alagöz, 2004).

#### **1.1.4.5. Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma**

Finansal sistem, bir ekonomide üretim teknolojilerinin yayılımını sağlayan tasarrufların mobilizasyonunu kolaylaştırmanın yanında teknolojik yenilik, uzmanlaşma ve büyümeyi teşvik eden işlem maliyetlerini de düşürmektedir (Sever, 2009). Finansal sistemin değişim maliyetlerini etkin şekilde yerine getirmesi; yani işlem maliyetlerini azaltması, sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır (Ağır, 2010). Finansal gelişme sonucunda finansal araçlar arasında

artan rekabetle sunulan hizmetin kalitesinin artması ve maliyetlerin azalması beklenmektedir. Bir finansal sistem aracılığın maliyetlerini ne kadar çok azaltırsa fonların daha büyük kısmının yüksek getirili yatımlara aktarılacağından büyüme için önemlidir (Llewellyn, 1999). Mal ve hizmet değişiminde takas sistemi çok zor ve maliyetliydi. Bu yüksek bilgi maliyeti paranın ortaya çıkmasında önemli rol oynadı. Bundan dolayı güvenilir ve tanımlanabilir değişim aracının icadı değişim sürecini kolaylaştırdı ve maliyeti azalttı. Finansal anlaşmalar da işlem maliyetlerini (finansal işlemleri gerçekleştirirken harcanan para ve zamanı) azaltır ve teknolojik yeniliğe ve uzmanlaşmaya katkı sağlar (Mishkin, 2004). Finansal araçlardaki gelişmelerle birlikte teknolojik değişimler de daha kolay şekilde gerçekleşmekte, bu durum yenilikçi bireylerin daha üretici ve daha uzmanlaşmış olmaları konusunda teşvik edici olmaktadır (Levine, 1997).

### **1.1.5. Finansal Gelişme**

Finansal gelişme hem finansal genişleme, hem de finansal derinleşme yoluyla gerçekleşmektedir. Finansal gelişme, tasarruf ve yatırım fırsatlarının daha iyi ve daha verimli alanlara yönlendirilmesini sağlar (Ahmed & Ansari, 1998). Finansal derinleşmeyle birlikte finansal varlıkların ulusal gelirdeki payı artmakta ve vade yapıları uzamaktadır. Faiz oranlarındaki artış tasarrufları artırırken, vadelerinin uzaması ve çeşitliliğin artması yatırımcılara daha çok seçenek sunarak yatırımları teşvik etmekte ve ekonomi büyümektedir (Shaw, 2013). Bu bakımdan finansal gelişim seviyesi önemli ölçüde kişi başı milli gelir, fiziksel sermaye birikim oranı ve fiziksel sermayeyinin verimliliğini artırmada önemli rol oynamaktadır. Ayrıca; finansal gelişmenin bileşenleri gelecek büyüme oranı, fiziksel sermaye birikimi ve ekonomik verimlilik performanslarıyla da uzun dönemde güçlü şekilde ilişkili olabilmektedir (King & Levine, 1997). Finansal gelişme büyümeyi ve doğrudan yabancı yatırımları birçok kanaldan (doğrudan ve dolaylı) etkileyebilmektedir. Finansal gelişmeyi tanımlayan bazı göstergeler mevcuttur. Bunlar kurumsal faktörler, makroekonomik faktörler, coğrafik faktörler ve diğerleri şeklinde tanımlanmıştır.

#### **1.1.5.1. Finansal Gelişmişliğin Göstergesi**

Finansal gelişme, finansal genişleme ve finansal derinleşme olarak iki şekilde olabilir. Finansal genişleme; finansal hizmetlerin çeşitliliğinin artması,



finansal kurum ve pazarların genişlemesidir. Finansal derinleşme ise kişi başına finansal hizmet ve kurumların sayısındaki artışı ifade eder. Ayrıca finansal derinleşme finansal değerlerin gelire oranındaki artış olarak da tanımlanır (Ahmed & Ansari, 1998). Başka bir deyişle finansal gelişme, finansal piyasaların gelişmişliğini ifade eder. Bu ifadeden yola çıkarak finansal gelişmeyi finansal kurum ve hizmetlerin sayısı ve kalitesinin arttığı ve finansal sistemde yaratılan fonların reel kesime aktarılma oranının yüksek olduğu bir ekonomiden bahsedilebilir (Ağır, 2010). Finansal gelişmişliğin göstergelerini tam olarak belirlemek zor olmakla beraber, son dönemlerde sermaye piyasalarında ve finansal aracılık işlemlerindeki gelişmelere bağlı olarak değerlendirmeler yapılmaktadır (Sever, 2009).

#### **1.1.5.2. Finansal Gelişmişliğin Potansiyel Göstergesi**

Finansal gelişmişliğin büyüklüğünü belirlemede temel potansiyel belirleyiciler kısaca kurumsal faktörler, makroekonomik faktörler, coğrafik faktörler ve diğerleri şeklinde sıralanabilir.

***Kurumsal Faktörler:*** Finansal gelişmede yasal ve düzenleyici unsurların finansal piyasaların fonksiyonları üzerindeki etkisi değerlendirilmektedir. Mülkiyet hakların korunması, sözleşmelerin uygulanması ve iyi bir muhasebe sisteminin geliştirilmesi şeklindeki yasal ve kurumsal düzenlemeler finansal gelişmeyi artırmak için temel faktörler olarak tanımlanmıştır (Huang, 2005). Bu faktörler ekonomik birimlerin finansal kararlarını etkilemede önemli rol oynamaktadır (Beck & Levine, 2004). Finansal piyasaların fonksiyonlarını daha iyi yerine getirebilmesi için yasal ve düzenleyici faktörlerin etkisi önemlidir (Huang, 2005). Bu yüzden ülkeler özel ve kamu borç ve hisse senedi piyasalarında yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyan ve yasal reformlara hızlı cevap veren esnek ve iyi tanımlı yasaları uygulamaya her zaman ihtiyaç duymaktadır (Morgan, 2013). Çünkü yasal sistemdeki reformların uygulanmasındaki zorluk finansal yenilikleri ve yatırımcı haklarının hızlı düzenlenmesini engelleyerek finansal gelişmeyi yavaşlatmaktadır (Ağır, 2010). Sonuç olarak, iyi işleyen ve yatırımcı haklarını koruyan yasal sistemlerin finansal gelişme için önemli olduğu yaygın şekilde kabul görmektedir (Demetriades P. O., 2008). Finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda kurumsal yapıların kalitesi ve yasal altyapının önemli rol oynadığı ileri sürülmektedir (Ağır, 2010).

**Makro Ekonomik Politikalar:** Mal piyasalarının açıklığı ve finansal libelleşme gibi makroekonomik politikalar finans piyasasını en azından kısa vadede pozitif etkilemektedir. Finansal gelişme üzerine politikaların önemli etkileri ya finansal gelişmenin talep tarafı ya da arz tarafı yoluyla olabilmektedir. Düşük enflasyonu devam ettirmek ve daha yüksek yatırım seviyelerine ulaşma gibi bazı makroekonomik politikaların finansal gelişme için önemli olduğu vurgulanmaktadır. Ampirik çalışmalarda, yüksek enflasyon oranlarına sahip ülkelerde finansal sistemin etkinliğinin zayıfladığını destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Bazı çalışmalarda, finansal liberalizasyon politikalarının finansal gelişmeyi artırdığı; böylece artan yatırım ve verimlilikle ekonomik büyümenin artırabileceği vurgulanmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasası liberalizasyonu ile ülkeye doğrudan yabancı yatırımlarla know-how ve teknolojik transferlerin yapılmasını olumlu etkilediği ifade edilmektedir (Mclean & Shresta, 2002).

**Coğrafi Bölge:** Ekonomik politika ve kurumlara göre kıyaslama yapıldığında coğrafyanın etkisi daha düşük düzeydedir. Ancak bazı araştırmalar coğrafya ve finansal gelişme üzerinde durmuş ve bunun önemli olduğu vurgulanmıştır. Birincisi, ülkelerin üzerinde yer aldığı enlemlerin finansal gelişmeye etkisinin olduğu bilinmektedir. Örneğin ekvatora yakın ekonomiler daha fazla tropikal iklime sahip olmaktadır. Tropikal iklim özelliğinden dolayı toprakların zayıflığı, su arzının düzensizliği, ürünlere zarar veren canlıların varlığı ürün getirisinin düşük olmasına neden olmaktadır. Diğer bir unsur bölgenin coğrafi yapısından dolayı oluşan doğal engeller nedeniyle ulaşım imkanlarının zorluğudur. Dışsal ticaret ve bilgi dağılımında coğrafik izalasyon ve uzaklıklar dışsal ticaretin yapısı ve ölçeğinde belirleyici olmaktadır. Bu ülkelerin ölçek ekonomilerini tatbik etmeleri ve büyük piyasalara girmeleri coğrafik koşullar nedeniyle engellenmektedir. Daha uzak piyasalardan ara malı ithalatı maliyeti artırdığından ülkelerin rekabet gücü azalmaktadır. Dolayısıyla dışsal şoklar karşısında ekonomik yapının kırılganlığı artmaktadır. Son olarak, ülkelerin daha fazla ve verimli ürün üreterek ekonomik performansına katkı sağlayabilir. Ya da doğal kaynak zengini olan bölgelerin dışsal şoklardan daha az etkilendiği bilinmektedir. Kısacası coğrafik faktörler kurumların kalitesini etkileyerek finansal gelişmenin arz tarafını etkileyebilirken asıl etki finansal gelişmenin talep tarafıyla ilgilidir. Örneğin tarım ürünleri, birincil malların

üretim ve bazı doğal kaynakların kullanımı dış finansman talebini gerektirebilir (Sever, 2009).

***Diğer Belirleyiciler:*** Finansal gelişmenin belirleyicileri olarak kabul edilen diğer değişkenler ekonomik büyüme, gelir düzeyi, nüfus, din, dil ve etnik özellikleri vb. faktörler sıralanabilmektedir (Huang, 2005).

#### **1.1.5.2. Finansal Gelişmişliğin Ölçülmesi**

Finansal gelişme çok boyutlu bir kavram olduğundan ölçülmesine ilişkinde çok boyutlu bir durum söz konusudur. Bunlar finansal aracılığın seviyesi, finansal aracılığın etkinliği ve finansal aracılığın kompozisyonu finansal gelişmenin özelliği hakkında bilgi vermektedir.

***Finansal Aracılığın Seviyesi:*** Finansal sistemin fonksiyonlarının herbirini gerçekleştirebilmesi için ekonomilerde finansal sistemin büyüklüğü önemlidir. Daha geniş finansal sistem finansal araçların faaliyetlerinin sabit maliyetli olmasından dolayı ölçek ekonomileri kullanmasını kolaylaştırır. Finansal araçlara daha fazla birimlerin dahil olması, büyüme için gerekli daha pozitif dışsallıklı bilgilerin üretilmesine neden olmaktadır. Daha büyük finansal sistem yatırımcıların kredi sınırlamasından dolayı gerçekleştiremedikleri karlı yatırımları gerçekleştirmelerine olanak vermektedir. Daha gelişmiş finansal sistem ayrıca, ölçek ekonomi avantajından dolayı daha verimli alanlara sermayenin tahsisini ve dağıtılan fonların denetimini de gerçekleştirmektedir. Büyük finansmana ulaşmanın maliyeti ve kolaylığı ne kadar artarsa, ekonomilerin de dışsal şoklara karşı direncinin artmasının yanında tüketim ve yatırımdaki dalgalanmalar azalmaktadır. Genelleştirme yapacak olursak, finansal sistem ekonomideki riskleri dönüştürme ve yeniden tahsis edilmesinde önemli rol oynamaktadır. Yatay kesit risk çeşitlendirilmesinin yanında daha geniş finansal sistem dönemler arası risk paylaşımını artırmaktadır. Daha fazla ekonomik ajanın finansal sisteme dahil olması genişleyen finansal sistemi risklerin daha iyi dağılımının gerçekleşmesine yardımcı olmaktadır. Böylece sağlanan getirinin daha yüksek büyüme oranlarını gerçekleştirmek için gerekli olan fiziksel ve beşeri sermaye yatırımlarını teşvik edecektir (Fitzgerald, 2006).

***Finansal Aracılığın Etkinliği:*** Finansal aracılığın kalitesi finansal sistemin hacmi ve büyüme arasındaki bağlantıda önemli rol oynamaktadır. Finansal sistemin etkinliğini de bilgi elde etmedeki performansı ile ilişkilendirilebilir. Bilgi asimetrisi,

finansal piyasa dışsallıkları ve aksak rekabet koşullarının varlığı sermayenin verimsiz alanlara dağılımına neden olmaktadır (Sever, 2009). Finansal aracılığın en önemli fonksiyonlarından biri yatırımcılar ile tasarruf sahiplerini karşı karşıya getirmektir. Bu fonksiyonu yerine getirirken tasarruf sahiplerine verdiği mevduat faizi ile yatırımcılardan aldığı kredi faiz arasındaki fark ne kadar az olursa ekonomiler için o kadar iyidir. Çünkü finansal aracılığın etkin olduğunu gösteren işlem maliyetlerini azaltarak kaynakların daha fazlasının yatırımlara dönüşmesini sağlayan finansal sistemlerdir. Sermaye piyasalarında ise etkinliği hisse senedi işlem hacminin GSYİH oranı ya da işlem hacminin piyasa değerine oranı borsanın fonksiyonlarını etkin şekilde yerine getiren likiditeyi ifade etmektedir. Borsa gelişiminin önemli göstergesi olan likidite işlem maliyetleriyle ters orantılıdır (Ağır, 2010).

***Finansal Aracılığın Kompozisyonu:*** Finansal araçların vade yapısı, sermaye piyasası ve kurumsal yatırımcıların büyüklüğü finansal aracılığın kompozisyonunda iki önemli değişkeni oluşturmaktadır (Afşar, 2007). Finansal aracılığın kompozisyonu ile iki önemli değişim meydana gelmektedir. Birincisi, finansmanın alınabileceği vade uzunluğu, ikincisi ise, emeklilik fonu ve sigorta şirketleri gibi sermaye piyasası ve kurumsal yatırımcıların büyümesine ilişkin durum oluşturmaktadır (Fitzgerald, 2006).

## **1.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**

Ülkelerin büyümek için yatırım ve tasarrufa gereksinimi vardır. Bu gereksinim gelişmekte olan ülkeler için çok daha fazladır. Ancak, GOÜ'lerin büyümesi için gerekli olan sermayenin miktarı ülkenin sahip olduğu fonlardan daha fazladır. Dolayısıyla, tasarruf oranı düşük ülkeler gerekli sermaye birikimini kendileri oluşturamadıklarından; büyüme, ekonomik kalkınma ve modernizasyon için gerekli sermaye kaynağı olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYY) alırlar (Hilber & Voicu, 2010). DYY, bir ekonomideki yatırımcının başka bir ekonomide kalıcı gelir elde etmek amacıyla yabancı ülkelerde yaptığı yerleşik varlık yatırımı, olarak tanımlanabilir (Kothe & Gestrin, 2013).

Bir ülkenin DYY çekebilmesi için bazı koşulların gerçekleşmesi gerekmektedir. Bunlar genelde makroekonomik ve siyasi istikrarın olması, yönetim ortamının iyileştirilmesi, altyapının ortamının geliştirilmesi, finansal sistemin fonksiyonlarını sağlıklı biçimde yerine getirebilmesi, üretim girdi maliyetlerinin

düşürülmesi ve ülkeye giriş çıkış serbestliğinin olması gerektiği önem arz etmektedir. İlaveten, kurumsal yapı, kayıtdışı ekonomi ve yolsuzluk gibi olumsuz faktörlerin azaltılması gerektiği vurgulanmaktadır (Uygur, Doğrudan Yabancı Yatırımı Beklerken, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2012). Günümüzde DYY'ler çeşitli şekillerde gerçekleşmektedir.

### **1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım Türleri**

Doğrudan yabancı yatırımlar; yapılan yatırımın mülkiyet durumuna göre, yapılan yatırımın yeni işletme yaratmasına göre, yapılan yatırımın üretim zincirindeki yerine göre, yapılan yatırımın amacına göre ve farklı diğer değişkenlere göre kendi içinde farklı türlere ayrılabilir.

#### **1.2.2.1. Yapılan Yatırımın Mülkiyet Durumuna Göre Doğrudan Yabancı Yatırım**

Mülkiyet durumuna göre yatırımlar; ortak girişim ve tam mülkiyete dayalı bağlı şirket, şirketlerarası birleşmeler ve satın almalar ve stratejik birleşmelerden oluşmaktadır.

***Ortak Girişim ve Tam Mülkiyete Dayalı Bağlı Şirket (Joint Ventures and Full-Ownership):*** Doğrudan yabancı yatırımlar bazen yerel bir şirketle veya şirketlerle ortak girişim (joint venture) biçiminde olabilmektedir. Bu tür DYY, iki ya da daha fazla işletmenin anlaştıkları bir proje ya da başka bir faaliyet kapsamında ortak bir işletme kurmaları olarak tanımlanabilir. Ortak girişim'in (joint venture) konsorsiyum ya da iş ortaklığından en önemli farkı, sözleşmeye taraf olan ortakların bir proje için adi ortaklık gibi hareket etmemeleri, yeni bir şirket kurmalarıdır. Ortak girişimler çok uluslu şirketin finansal yükünü azaltarak lokal finansal hizmetlerden daha fazla yararlanmasını sağlar. Böylece finansal gelişmeye katkı sağlaması beklenir (Aydın, 2003).

***Şirketlerarası Birleşmeler ve Satınalmalar (Mergers and Acquisitions – M&A):*** Yeni bir tüzel kişilik olarak eşit şartlarda iki firmanın gönüllü birleşmesidir. Eğer şirket birleşmesi sonucu yeni bir şirket ortaya çıkıyorsa, yeni şirket kurma yolu ile birleşme gerçekleşmiş olur. Şayet bir şirketin diğer bir şirketi devralması yoluyla birleşme gerçekleşirse, buna devralma yoluyla birleşme denir (Göz, 2009).

**Stratejik Birleşmeler (Strategic Alliances):** Stratejik birlikler, son yıllarda uluslararası işletmecilikte yaygın olarak kullanılmaktadır. Sınır ötesi stratejik birlik oluşturmanın en basit yolu, iki bağımsız firmanın hisse senetlerinin belirli bir bölümünü birbirleriyle değiştirmeleridir. Stratejik birliklerde taraflar karşılıklı yarar sağlamak amacıyla teknoloji, kaynaklar, beceriler vb. faktörler üzerinde anlaşmaktadır (Aydıntan, 2003).

### **1.2.2.2. Yapılan Yatırımın Yeni İşletme Yaratmasına Göre Doğrudan Yabancı Yatırım**

Yeni işletme yaratmasına göre yatırımları; yeşil alan yatırımları, kahverengi alan yatırımları ve satınalmalar şeklinde sıralanabilir.

**Yeşil Alan Yatırımları (Greenfield Investments):** Doğrudan yabancı yatırımcıların sıfırdan başlayarak yeni bir fabrika veya sermaye tesisi kurması yeşil alan yatırımları olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2009). Bu tür yatırımlar bir ülkenin fiziki sermaye stoğunu artırdığından yeşil alan yatırımları ekonomiler için önemlidir.

**Kahverengi Alan Yatırımları (Brownfield Investments):** yeşil alan yatırımı ile satınalma arasında bir yatırım türüdür. Bu tip yatırımlarda bir satınalma gerçekleşmesine rağmen işletmenin şekillenmesinde yabancı yatırımcının getirdiği üretim faktörleri ev sahibi ülkenin üretim faktörlerine göre daha etkindir (Demirel, 2006).

**Satınalmalar (Acquisitions):** DYY bir ülkede mevcut bir tesisi devralma biçiminde gerçekleşiyorsa bu durumda satınalmadan bahsedebiliriz (Seyidoğlu, 2009).

### **1.2.2.3. Yapılan Yatırımın Üretim Zincirindeki Yerine Göre Doğrudan Yabancı Yatırım**

Üretim zincirindeki yerine göre yatırımları; yatay yatırımlar ve dikey yatırımlar şeklinde sıralanabilir.

**Yatay Yatırımlar (Horizontal):** Aynı sektörde yer alan, benzer mal ve hizmet üreten şirketlerin bir araya gelmesini ifade eder. Bu yatırımların amacı; şirketlerin, yönetim üstünlüğü elde etmek istemesinin yanı sıra, büyük miktarda alım ve satım işlemlerinden sağlayacakları üretim ve pazarlama maliyetlerini azaltarak rekabet güçlerini artırmak istemeleridir (Kaya, Coşkun, & Ekşi, 2013).

**Dikey Yatırımlar (Vertical):** Bu tür yatırımlar ise; şirketin, dağıtım ve tedarik kanalları üzerindeki etkinliğini artırmak için, kendisine mal satan ya da

müşterisi olan şirketleri satın alması, birleşmesi ya da onları ele geçirerek holding oluşturmasıdır. Bunlara ilaveten bu tür yatırımlar şirketlerin finansal yapısını güçlendirerek, ihraç ettikleri hisse senetlerini daha ilgi çekici haline getirmek suretiyle borsadan yararlanabilme imkanlarını da artırmaktadır (Kaya, Coşkun, & Ekşi, 2013).

#### 1.2.2.4. Yapılan Yatırımın Amacına Göre Doğrudan Yabancı Yatırım

DYY'ler amaçlarına göre dörde ayrılabilir. Bu ayrıma göre yabancı yatırımcılar belli sebepler için ev sahibi ülkeleri tercih ederler. Bu sebepler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 1: Yapılan Yatırımın Amacına Göre Doğrudan Yabancı Yatırım**

Yabancı Yatırımın Amacı	Ev Sahibi Ülkede Aranılan Özellikler
Piyasaya Yönelik (Yatay Yatırım)	Piyasa büyüklüğü Piyasanın büyüme oranı Bölgesel ve küresel piyasalara erişim Ülkeye has tüketici tercihleri Piyasaların yapıları Yerli iş hayatının gücü
Verimliliğe Yönelik (Dikey Yatırım)	Emeğin üretkenliğine göre ayarlanmış kaynak ve varlık maliyetleri Ulaştırma ve ara ürünler gibi diğer girdi maliyetleri Ölçek ekonomileri için bölgesel bir birliğe üyelik
Kaynağa Yönelik	Hammaddeler Düşük maliyet, vasıfsız emek
Varlığa Yönelik	Vasıflı emeğin varlığı Kaliteli üniversite ve araştırma kuruluşlarının varlığı Mezun işçi arzının genişliği Yenilikçi kapasite, teknolojik adaptasyon, pazarlama ağları, teknik beceriler, iş ve kültürel tutumlar ve kümelenmeleri içeren yaratılmış varlıklar Ar-Ge ve DYY küme ve eşik büyüklüğü

**Kaynak:** (Demirel, 2006)

#### 1.2.2.5. Diğer Doğrudan Yabancı Yatırım Çeşitleri

**Yeniden Yatırılan Kazançlar (Reinvested Earnings):** Bu tip yatırımlar daha önceden yapılmış DYY sonucu elde edilmiş kazançların kar payı olarak dağıtılmayan kısmının ev sahibi ülke dışına çıkarılmasındaki sınırlamalar ya da firmanın ölçek büyütme, yeni iş alanlarına yatırım yapma isteği sonucunda tekrardan yatırıma dönüştürülme halidir (Demirel, 2006).

**Transfer Fiyatlandırması (Transfer Pricing):** Transfer fiyatlandırmasında birden fazla ülkede şubesi olan yabancı firmaların karlarını maksimize etmek

amacıyla, şubeleri arasında mal, yarı mal, hizmet ve teknoloji alışverişinde bulunmalaradır (Demirel, 2006).

### **1.2.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Biçiminin Belirlenmesi İle İlgili Teoriler**

DYY'nin 1950'li yıllardan itibaren, özellikle gelişmiş ülkeler arasında, büyük miktarlara ulaşmasıyla birlikte iktisatçıların ilgisini çekmiş ve bu tür yatırımların neden yapıldığı konusunda günümüze kadar çeşitli teoriler ortaya atılmıştır. Bu teoriler özellikle son yıllarda yaşanan küreselleşmeyle birlikte önemli gelişmeler göstermiştir (Göz, 2009). Yatırım biçimine göre DYY'ler, işlem maliyetleri teorisi, içselleştirme teorisi, kuruluş yeri teorisi, ürünün hayat devreleri teorisi, oligopolistik tepki teorisi ve eklettik teori olarak sıralanabilir.

#### **1.2.2.1. İşlem Maliyetleri Teorisi**

Oliver Williamson tarafından geliştirilen teoriye göre, firmalar üretim ve işlem maliyetlerini minimum yapma kriterine göre hareket ederler ve buna göre ortaklık yapılarını belirlerler. İşlem maliyetleri teorisi ve içselleştirme teorisi piyasa başarısızlığıyla aynı teorik temeli paylaşır. Her iki teori de piyasa başarısızlığına tepki olarak DYY gösterir.

Kar arayan (profit-seeking) firmalar işlem ve örgütlenme maliyetlerini içselleştirerek azaltabilirler (Liu, 2009).

#### **1.2.2.2. İçselleştirme Teorisi**

İçselleştirme Teorisi, piyasa aksaklıkları (transactional market imperfections) ve asimetrik bilgi hipotezlerine dayalıdır. İlk olarak Coase (1937) tarafından firmanın "varlık sebebini" açıklamak için geliştirilen "İşlem Maliyeti Teorisi"nin, çokuluslu şirketlere uygun hale getirilmesiyle; ilk içselleştirme teorisi ortaya konulmuştur (Liu, 2009). İçselleştirmenin temelini, yatırım yapılmak istenen uluslararası piyasalarda, ticaret ve yatırımların verimliliğini sınırlayacak eksikliklerden kurtulmak için kendi üretim faaliyetleri ile ilgili olan piyasaları içselleştirmeleri oluşturur (Emery, Finnetery, & Stowe, 1998).

#### **1.2.2.3. Kuruluş Yeri Teorisi**

Hood ve Young (1979), doğrudan yabancı yatırımların kuruluş yeri teorisiyle ilgili olarak dört faktör ileri sürmektedir (Buckley, 2000). Bunlar; işgücü maliyetleri, piyasa faktörleri, ticari engeller ve hükümet politikalarıdır. İşgücü maliyetleri ülkeler arasında farklı dağılım göstermektedir. Bu yüzden işgücünün bol



olduğu yerlerde işgücü maliyetinin az olması ülkeleri burada yatırım yapmaya teşvik etmektedir. İkinci olarak, pazar büyüklüğü, pazarın büyüme hızı, gelişme aşaması ve yerel rekabetin varlığı gibi karakteristik özellikler belirleyici olmaktadır. Üçüncüsü, ticari engeller ülkeye ihracatı engeller. Böylece o ülkenin piyasasını kaybetmek istemeyen firmalar yatırım yaparak üretimlerine devam etmek istemektedirler. Son olarak, ev sahibi ülkede hükümetin uygulamış olduğu politikalar da o ülkedeki yatırım iklimi üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahiptir (Seyidoğlu, 2009).

#### **1.2.2.4. Ürünün Hayat Devreleri Teorisi**

DYY'ler hakkında bir başka teori Vernon (1966) tarafından öne sürülen ürün döngüsü modeli ile temsil edilir. Teoriye göre, bir ürünün hayat devresinde üç evre vardır. Bunlar; yenilik, olgunlaşma ve standartlaşma evreleridir. İlk dönemlerde firma monopol güce sahip olmasından dolayı yerli tüketicilere yönelik üretim yapmaktadır. Ürünün iç piyasada yeterince olgunlaştığına karar verildiğinde üretim miktarı artırılır ve ihracat yapmaya başlanır. Monopol gücü elinde bulunduran firmanın aşırı kar etmesi diğer firmaların da bu ürünü üretmesini teşvik edecektir. Ürüne ait teknolojiye diğer firmalarında sahip olması monopol firmanın karının azalmasına neden olacaktır.

Ürün ve üretimin standartlaştığı son evrede, üreticiler arasında fiyat rekabeti söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla ürünü daha düşük maliyetle üretmek önem kazanmaktadır. Daha ucuz işgücüne sahip gelişmekte olan ülkeler yatırım için cazip hale gelmektedir. Gelişmiş ülkeler yatırımlarını bu ülkelere doğru kaydırmaktadırlar. Üretimin GOÜ'e kayması yenilikçi firmaları ithalatçı duruma getirmektedirler (Göz, 2009).

#### **1.2.2.5. Oligopolistik Tepki Teorisi**

Oligopolistik tepki teorisi, birkaç büyük firmanın egemen olduğu bir piyasada bir firmanın kritik konularda aldığı kararlara (kar, fiyat, satış, yatırım vb.) diğer firmaların da benzer tepkide bulunacağını öne sürmektedir. Bir firmanın dışarıya yatırım yapması dolayısıyla diğer firmaların da rekabeti kaybetmemesi için aynı adımı atması beklenmektedir (Seyidoğlu, 2009).

#### **1.2.2.6. Eklektik Teorisi (OLİ Paradigması)**

Eklektik teoriye göre, bir firmanın doğrudan yabancı yatırımda bulunabilmesi için üç farklı üstünlüğe sahip olması gerekmektedir. Bunlar, mülkiyet

üstünlükleri (ownership-specific advantages), içselleştirme üstünlükleri (internalisation incentive advantages) ve konumla ilgili üstünlüklerdir (location specific variables) (Dunning, 1993).

Mülkiyet üstünlüğünde, çok uluslu şirketin (ÇUŞ) sahip olduğu fikri sınai mülkiyet hakları, teknolojik üstünlükler, ticari ve dağıtım kanalları, bilgi ve finans kaynaklarına ulaşmadaki üstünlükler gibi üstünlüklerin yabancı firmalara ev sahibi ülke firmaları karşısında avantaj sağlamaktadır.

İçselleştirme üstünlüğü, mülkiyet üstünlüğüne sahip olan firmanın, mülkiyet haklarını yabancı ülkedeki bir firmaya kullanırmak yerine; kendisinin o ülkede yavru şirket kurarak bir faaliyet göstermesidir. DYY yapan firmanın amacı, işlem maliyetlerini azaltmak, devlet müdahalelerini (kota, fiyat, kontroller, vergi farklılıkları vb) önlemek ya da yararlanmak, sinerji ekonomisi elde etmek, girdilerin temini kontrol etmek olarak sıralanabilir.

Konumla ilgili üstünlükler, doğrudan yabancı yatırımın hangi ülkede yapılacağını belirleyen avantajlardır. DYY yapacak ülkenin, siyasi istikrar, hükümet politikaları, yatırım teşvikleri ve caydırıcı önlemler, altyapı, kurumsal yapı (ticari, hukuki, bürokratik), ucuz ve nitelikli işgücü, pazar büyüklüğü ve büyüme, makroekonomik koşullar, doğal kaynak avantajlarından yararlanma gibi bazı konumsal avantajlara sahip olması gerekir (Dunning, 1993).

### **1.2.3. Doğrudan Yabancı Yatırım Hareketlerini Belirleyen Faktörler**

Bir ekonomiye doğrudan yabancı sermayenin yönelmesinde iç ve dış ekonomik koşullar önemli rol oynamaktadır. Bazı iktisatçılar göre, sermaye hareketlerinin belirlenmesinde itici faktörler (push effects) yani, dış dünya koşulları (uluslararası konjoktür) daha önemli rol oynamaktadır. Bazı iktisatçılara göre ise, çekici faktörler (pull effects) etkilidir. Diğer bir deyişle, sermayenin yöneldiği ekonominin iç yapısının sermaye hareketlerini belirlemede daha önemli olduğunu vurgulamaktadırlar (Kar & Tatlısöz, 2008).

#### **1.2.3.1. İtici (Push) Faktörler**

İtici faktörler genellikle dış dünyadaki ekonomik gelişmeler sonucu sermayenin yönelmesine etki eden unsurları belirtmek için kullanılır.

**Bölgesel Ticaret Anlaşmaları:** Yabancı yatırımları teşvikte bölgesel bütünleşmeler iki şekilde etkili olabilmektedir. Birincisi, birlik içerisinde üretim çarpıklıklarının minimuma indirilmesi ve piyasanın genişlemesi sonucunda yatırımların daha kârlı hale gelmesidir. Bu durum, özellikle ekonomik olması için belirli bir ölçeği gerektiren geniş çaplı yatırımlarda önem arz eder. İkincisi ise, koruma duvarlarını aşabilmek amacıyla, birlik içinde yatırım yapmayı bir araç olarak kullanan yabancı yatırımcıların birlik içinde yatırım artışına yol açmasıdır (Aktan, 2000). Bölgesel entegrasyonun DYY'ı artırmada önemli faktörlerden biri olduğu konusunda uygulamada en iyi örnek, bazı ülkelerin AB'ye üyelikten sonra yaşadıkları deneyimlerdir (Çeştepe & Mıstaçoğlu, 2010).

**Gelişmiş Ülke Piyasalarındaki Kârlılığın Azalması:** Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında farklılık gösteren faiz oranları sermayenin hareketliğinde önemli rol oynamaktadır. Yatırımcılar gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz oranlarından faydalanmak için sermayelerini bu ülkelere kaydırmak istemektedirler (Kar & Tatlısöz, 2008).

### 1.2.3.2. Çekici (Pull) Faktörler

Çekici faktörler, doğrudan yabancı sermayenin yöneldiği ekonominin iç dinamiklerinden oluşmaktadır.

**Sermaye Hareketleri Üzerindeki Kontrollerin Kalkması ve Finansal Liberalizasyon:** 1980'li yıllarda küreselleşme sürecinin hız kazanmasıyla birlikte bütün ülkeler dışa açılma (finansal ve ticari olarak) ihtiyacı hissederek finansal sistemlerini serbestleştirmeye yönelik politikaları hızlandırmışlardır. Finansal sistemler üzerindeki kontrollerin kalkması gelişmiş ülkelerdeki sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine ve yüksek kâr getiren alanlara yatırımların gerçekleşmesine katkıda bulunmuştur (Akyol Eser, 2012).

**Fiziksel, Finansal ve Teknolojik Altyapıdaki Gelişmeler:** Fiziksel, finansal ve teknolojik sistemlerinin, evsahibi ülkenin büyüklüğüne uygun olarak dizayn edilmesi, DYY girişleri açısından önemli rol oynamaktadır (Özcan & Arı, Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği, 2010). Bu alandaki gelişmeler, ülkelerin mali piyasalarında işlem yapılmasını kolaylaştırmakta;

aynı zamanda, ulaşım ve haberleşme teknolojilerindeki maliyetlerin düşmesine neden olarak sermayenin uluslararası hareketliliğini artırmaktadır (Kar & Tatlısöz, 2008).

**Gelişmekte Olan Ülkelerin Keşfedilmemiş Bir Pazar Olması, Hammadde ve İşgücü Maliyetindeki Düşüklük:** Yabancı sermayeyi belirleyen faktörlerden bir diğerini ise, iki ülke arasındaki taşıma maliyetleri oluşturmaktadır. 1970'li yılların başından itibaren, doğrudan yabancı yatırımları geliştirmekte olan ülkelere yönelten en temel etken nüfus artışı sonucu ucuzlayan emektir. Böylece çok uluslu şirketler maliyet avantajı elde ederek üstünlük sağlamayı amaçlamaktadırlar (Çinko & Ak, 2009).

**Vergi Oranları:** Yabancı şirketlerden alınan temettü, telif, teknik ücretler ve sermaye kazançlarından alınan vergi oranlarındaki artış DYY girişi etkilemektedir.

**Döviz Kuru Politikaları:** Döviz kuru politikaları da doğrudan yabancı yatırımların önemli belirleyicilerindendir. Çünkü çok uluslu şirketler (ÇUŞ) çok sayıda ülkede faaliyet gösterdikleri için çok sayıda para birimini kullanmak zorundadır. Bu yüzden döviz kurundaki oynaklıklar firmaların üretim yeri seçimini ve karlılığını etkileyebilmektedir (Kar & Tatlısöz, 2008).

**Mali Teşvikler:** Doğrudan yabancı sermaye yatırımını çekmek amacıyla uygulanan mali teşvikler, yabancı firmaların diğer yerel firmalara göre rekabet gücünü artırmaktadır. Dolayısıyla, diğer koşullar sabitken, mali teşviklerin doğrudan yabancı sermaye üzerindeki etkisinin pozitif olması beklenmektedir (Kar & Tatlısöz, 2008). Ayrıca mali teşviklerin pazar büyüklüğü, pazar genişlemesi ve düşük işçilik maliyetleri gibi DYY'lerin diğer belirleyicilerini koordine eden arabuluculuk etkisi DYY çekmek amacıyla kullanılabilir (Lim, 2005).

**Özelleştirme Uygulamaları:** 1980'li yıllardan itibaren dünya gündeminde yer alan özelleştirme uygulamaları, finansal liberalleşme ile birlikte yabancı yatırımcıların ülkede özelleştirilen kuruluşları satın almalarını kolaylaştırmıştır. Böylece bazı geliştirmekte olan ülkeler özelleştirme programları ile bol miktarda DYY çekme başarısı elde etmişlerdir (Kar & Tatlısöz, 2008).

**Makroekonomik İstikrar:** Makroekonomik istikrar ülkedeki makroekonomik değişkenlerin (düşük enflasyon, yüksek ve istikrarlı ekonomik büyüme, düşük işsizlik, düşük reel faiz oranları ve bütçe açıklarının) kontrol

edilebilir düzeyde olması anlamına gelir. Makroekonomik istikrar yurtiçi ve yurtdışı tasarrufların yatırıma dönüşmesine katkı sağlamaktadır. Bu yüzden DYY açısından önemli rol oynamaktadır (Kar & Tatlısöz, 2008).

**Bürokrasinin Kalitesi ve Politik İstikrar:** Bürokrasinin kalitesi ve politik istikrar, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen diğer önemli faktörler arasında yer almaktadır. Bürokratik engeller ve politik istikrarsızlık yabancı yatırımcılar açısından ülkenin güvenli liman olarak görülmesini engellemekte ve DYY tercihlerini etkilemektedir (Emir, Uysal, & Doğru, 2013).

Genel olarak değerlendirildiğinde, DYY üzerinde yukarıda açıkladığımız birçok faktörün etkili olmasının nedeni, DYY'nin farklı türlerinin varlığı ve bu türlerin farklı unsurlardan etkilenebilmesidir. DYY'nin, ev sahibi ülkelerin rekabet yapıları üzerindeki olası katkıları ise aşağıdaki tabloda kısaca özetlenmiştir.

**Tablo 2: DYY'nin Farklı Türlerinin Ev Sahibi Ülkelerin Rekabet Yapıları Üzerindeki Olası Katkıları**

<b><u>Doğal kaynak aravisında olan DYY:</u></b>	<b><u>Pazar aravisında olan DYY:</u></b>	<b><u>Etkinlik aravisında olan DYY:</u></b>	<b><u>Stratejik varlık aravisında olan DYY:</u></b>
<p>*Tamamlayıcı varlıklar sağlar (teknoloji, yönetim gibi)</p> <p>*Yabancı piyasalara erişim sağlar.</p> <p>*Üretim kalitesi standartlarını yükseltir</p>	<p>*Tamamlayıcı varlıklar sağlar (teknoloji, yönetim gibi)</p> <p>*Geri kalmış üretim bağlantılarını, özelleşmiş emek piyasalarını destekler.</p> <p>*Yerli rakiplerin ulusal tüketicilerinin beklentilerini yükseltir.</p> <p>*Yerel girişimciliği ve ulusal rekabeti tetikler</p>	<p>*Sınır ötesi ağlaşma ve emeğin uluslararası dağılımını geliştirir.</p> <p>*Yabancı pazarlara ve arz kaynaklarına erişim sağlar.</p> <p>*Geri kalmış üretim bağlantılarını, özelleşmiş emek piyasalarını düzenler.</p> <p>*Üretim kalitesi standartlarını yükseltir.</p> <p>*Yapısal düzenlemeleri etkinleştirir.</p>	<p>*Yeni finans sermayesi ve tamamlayıcı varlıklar sağlar.</p> <p>*Yabancı pazarlara erişim sağlar.</p> <p>*Yerel girişimciliği ve ulusal rekabeti tetikler.</p> <p>*Sınır ötesi ağlaşma ve emeğin uluslararası dağılımını geliştirir.</p>

**Kaynak:** (Dunning, 1993); (Özcan & Arı, 2010)

### 1.3. BÜYÜME

#### 1.3.1. Büyüme Kavramı ve Açıklanması

Büyüme, toplumların yaşam düzeylerini yükseltmenin en önemli unsuru kabul edildiğinden; bütün ülkelerin uzun dönemli temel makroekonomik hedefleri arasında yer almaktadır. Ekonomik büyüme sonucu artan milli gelir ve kişi başına milli gelir, nicelik gelişmişlik göstergesi olarak alınmaktadır (Ay, 2007). Ekonomideki büyüme oranını ölçmek için kullanılan GSMH kavramı ekonomik büyümeyi ölçmekten ziyade yirminci yüzyılın başında bir ulusal ekonominin durumunu değerlendirmek amacıyla geliştirilmiştir (Pyle, 1999). Dolayısıyla bu kavram, ekonominin gelişimini anlama ve değerlendirmek isteyen iktisatçılar için ilk önemli büyüme ölçütünü oluşturmaktadır. Büyümenin gerçekleşebilmesinin sağlanmasında ülkenin bazı kaynaklara sahip olması gerekmektedir. Bu kaynaklar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Carroll & Weil, 1994):

- Fiziksel sermaye birikimi
- Beşeri sermayeye yatırım
- Altyapı yatırımı
- Mevcut teknolojiye adapte olma ve taklit etme
- İnovasyon
- Daha yüksek tasarruf oranları
- Yerli veya yabancı (mali) sermaye girişi
- İyi örgütlenmiş finansal kurumlar

Büyümenin itici faktörleri olan yukarıda sıralanan kaynaklar ülkeler arasında adil dağılmamıştır. Böylece, kaynakların dağılımının farklılık göstermesi ülkelerin farklı girdi düzeylerine sahip olmasına neden olmuştur. Girdi düzeylerinin farklılık arz etmesi büyüme oranlarının da farklılık göstermesine yol açmaktadır. Buradan hareketle, ülkeler arasındaki büyüme farklılıklarının, farklı teknoloji düzeyleri, farklı kişi başı fiziksel sermaye birikimleri ve farklı beşeri sermaye düzeylerinden kaynaklandığı söylenebilir (Acemoglu, 2007).

### 1.3.2. Modern Büyüme Teorilerinin Kısa Tarihçesi

Ekonominin kökenine bakıldığında büyüme teorilerinin zengin bir tarihe sahip olduğu görülür. Batı toplumlarında büyümeye yapılan en erken katkılar 16. ve 17. yüzyıllara dayanmaktadır. Bu dönemde Botero, Serra, Sully ve Child'ın çalışmaların önemi büyüktür. Ancak, ekonomik büyümenin nedenlerini açıklamaya ilişkin bilimsel açıklamalar Turgot ve Smith'in çalışmasına kadar yazılmadı. Bundan dolayı ekonomik büyümeye ilişkin ilk açıklayıcı bilgilerin Arap medeniyetine borçlu olunduğu söylenebilir. İbn-i Haldun'un tarihe girişiyle modern ekonomik büyüme temelleri atılmış ve medeniyetlerin yükseliş ve alçalışları kapsamlı bir şekilde açıklanmıştır. Devamında, teorinin gelişimi doğrusal olmamış ve belli bir zaman hiç dikkate bile alınmamıştır. Hatta yüz yıllardan beri göz ardı edilmiş; büyüme sürecinin miktarını kanıtlayacak olan doğru iddialar çalışmalara koyulamamıştır. Örneğin Smith'in genel savı; çıktının, sermayenin artan fonksiyonu olan işgücünün marjinal ürün verimliliği tarafından artırılabilmesiydi. Bu sav ancak Wicksell'in (1901) "sermaye ve emeğin genel güç fonksiyonu" adlı çalışmasında formalize edildi. Cobb ve Douglas onu tekrar keşfedip ve uygulamaya geçene kadar yaklaşık altmış yıl geçmişti. Bu süreç iktisatçıların sayısal modeller inşa ederek ekonominin evrimini açıklamaya çalışmasıyla başlamıştır (Barro & Martin, 2003). Son iki yüzyılda güçlü bir eğilim olarak ortaya çıkan ekonomik büyüme Adam Smith'le başlamış; D. Ricardo, R. Malthus, J.S.Mill ve J.B.Say gibi iktisatçıların büyüme konusundaki fikirleri klasik iktisadi büyüme teorisini oluşturmuştur. Daha sonra Karl Marx'ın teoriye yaptığı eleştiri, klasiklerin varsayımlarından ziyade sonuçlarıyla ilgili olmuştur. Çünkü Marksiz büyüme modelinde de sermaye birikimi önemli etken olarak görülmektedir. Marksiz büyüme teorisine göre, kapitalist sistemin iç çelişkilerinin sürekli büyüme yarattığı belirtilmektedir. Fakat dinamik büyüme sürecinde iç çelişkilerin artmaya başlaması sistemi yıkacaktır (Ay, 2007).

İlerleyen dönemlerde, F. Ramsey, A. Young, J. Schumpeter ve F. Knight, ekonomik büyümede modern teorilerin temel bileşenlerini ortaya çıkardılar. Kronolojik görüş açısından modern büyüme teorilerinin başlangıç noktası Ramsey'in (1928) "A Mathematical Theory of Saving" adlı klasik makalesidir. Bu çalışma yazarın kendi zamanının çok ilerisinde yer alan bir çalışmaydı. Ramsey çalışmasında hanehalkının dönemlerarası optimizasyon kararlarını, büyüme teorilerine uygulamıştır (Klump, McAdam, & Willman, 2007; Ateş, 1998).

1940'lı yıllarda R. Harrod ve E. Domar'ın çalışmaları; Keynesyen statik analizi ekonomik büyüme bileşenleriyle geliştirmişlerdir. Harrod-Domar büyüme modeli kapitalist sistemin kararsız denge durumunu eleştirmek amacıyla, girdiler arasında sınırlı ikame oranının küçük kabul edildiği üretim fonksiyonunu kullandılar. Bu analizler çoğu iktisatçı tarafından ilgi görerek birçok araştırmaların tetiklenmesinde katkı sağlamakla birlikte, günümüz düşüncesinde çok az rol oynamaktadır. Büyüme teorilerine daha önemli katkı Solow ve Swan'ın modelidir. Solow ve Swan modellerde, bakış açısı ölçeğe göre sabit getiri ve girdilerin azalan verimlere sahip olduğu varsayımı temeline dayalı neo-klasik üretim fonksiyonu oluşturmuşlardır. Bu üretim fonksiyonu basit ekonomik denge modeli oluşturulmak amacıyla sabit tasarruf oranı varsayımıyla birleştirildi. Bu modelin varsayımı son yıllarda sıkça kullanılan yakınsama hipotezidir. Modele göre, başlangıçta kişi başı büyüme oranı görece olarak daha düşük olan ekonomiler, zamanla uzun dönem ya da kararlı durum (steady-state) halinde, daha hızlı büyüyeceklerdir. Yakınsama koşulu gereği; sermayeye göre azalan getiri varsayımı altında, kişi başı sermaye miktarı az olan ekonomiler (görece olarak uzun dönem kişi başı sermaye miktarına göre), uzun dönemde daha yüksek büyüme ve getiri oranına sahip olmaya eğilimli olacaklardır. Bu yakınsama süreci büyüme literatüründe “mutlak yakınsama” (absolute convergence) olarak adlandırılmaktadır. Solow ve Swan modelinde yakınsamanın kısıtlı olmasının nedeni; emek başına sermaye ve üretimin kararlı durum (steady-state) seviyesinin, tasarruf oranı, nüfusun büyüme hızı ve üretim fonksiyonuna bağlı olmasındandır. Modelin bir diğer varsayımı; teknolojideki gelişmelerin olmaması durumunda büyüme oranındaki artışın zamanla duracağını varsaymasıdır. Bu sonucun nedeni, kökenleri Malthus ve Ricardo'nun sermayeye göre azalan getiri varsayımına dayanmaktadır. 1950 ve 1960 sonrası neo-klasik büyüme iktisatçıları bu modeldeki eksikliği gidermek amacıyla teknolojik gelişmenin “yaparak öğrenme modeli” ve “yıllanma (vintage) modeli” yaklaşımlarıyla teknolojiyi içselleştirmeye çalışmışlardır. Özellikle Arrow'un çalışması bu konuda önemlidir. Modele göre her bireyin buluşu, teknolojinin rekabetçi bir mal olmamasından dolayı tüm ekonomiye hızlıca yayılacaktır. Fakat buluşların ekonomiye yayılımı yavaş gerçekleşirse ve bu buluşlar AR-GE sektörünün bir ürünü haline gelirse ekonomi eksik rekabetin hakim olduğu bir piyasaya dönüşecektir. Bu türden gelişmelerin yaşandığı modelde, neo-klasik büyüme modelinin bazı değişiklikleri yapması kaçınılmaz olacaktır. Bu konuya



1980'lerin ortalarında P.M. Romer el atıncaya kadar, iktisatçılar bir açıklama getirmemişlerdir (Barro & Martin, 2003). Ayrıca Cass ve Koopmans çalışmalarında, Ramsey'in tüketici optimizasyon analizine neo-klasik büyüme modelini ilave ederek modele tasarruf oranını içselleştirerek almışlardır (Chandra & Sandilands, 2005). Bu yeni yaklaşım, gelişmiş ekonomilere doğru yapılan geçiş sürecini ve dinamiklerini anlamada yeni bir boyut getirmekle birlikte, yakınsama hipotezini korumaya da eğilimlidir (Barro & Martin, 2003). Tasarruf oranının içselleştirilmiş olması da, uzun dönemli kişi başına büyümenin, dışsal teknolojik gelişmeye bağıllığı düşüncesini ortadan kaldıramamıştır (Ateş, 1998).

Büyüme teorisi, kısa bir duraklamadan sonra 1970'li yılların başına kadar iktisat alanının yeniden temel konularından biri haline geldi. Ardından gelen 10 yıllık duraklamadan sonra; 1980'lerin ortalarından itibaren ekonomik büyüme teorileri yeniden ekonomi alanının başlıca konulardan biri oldu. Özellikle P.M. Romer, R.E. Lucas, S. Rebelo, P. Aghion ve P. Howitt, E. Helpman ve G.M. Grossman gibi iktisatçıların çalışmalarıyla büyüme teorisi, fiziksel ve beşeri sermaye, AR-GE sektörü, dışsallıklar ve aksak rekabet konularını tartışmaya almışlardır. "Yeni içsel büyüme teorileri" olarak adlandırabilen bu gelişme, teknolojiyi (bilgi stokunu) AR-GE ve beşeri sermaye kanalıyla içselleştirmektedirler (Ateş, 1998). Bu teoriye göre, büyüme oranı dışsal değişkenlerle belirlenmez (Elgar, 2003). Yeni endojen (içsel) büyüme modelleri Romer, ekonomik büyümenin, ekonomik sistemde yer alan içsel olan güçler tarafından belirlendiğini varsaymaktadır. Bu güçler arasında teknolojik ilerleme önemli rol oynamaktadır. Özellikle inovasyon sürecine bağlı teknolojik ilerlemenin piyasa ekonomisinde firmaların çok önemli rekabet etme kanallarından biri olduğu vurgulanmaktadır (Aghion & Howitt, 2009).

Ayrıca ekonomik büyümenin 1980'li yıllardan sonra cazip hale gelmesinin nedenleri arasında; ülkelere ait uzun dönemli istatistikî verilerin yayımlanması ve ekonometri alanında meydana gelen gelişmelerde önemli rol oynamaktadır. Bu gelişmelerle birlikte araştırmacılar teori ile pratik arasında sağlıklı bağlar kurabilmesi kolaylaşmıştır. Yeni içsel büyüme modellerinde hükümet politikalarının makroekonomik değişkenleri etkileyerek, büyüme oranı üzerinde kararlı ve sürekli değişimlere yol açtığını iddia etmesidir. Bu düşünce özellikle AK tipi modellerde görülmektedir. Ayrıca Schumpeteryen büyüme teorisi de 1980'li yıllarda yeni

yaklaşımlarla ve modellerle geliştirilmiştir. Schumpeter'e göre büyüme, girişimcilerin teknolojik gelişmeleri sağlamaları ve onu uygulamaya geçirmeleri durumunda gerçekleşmektedir. Teknolojik gelişmelerin süreklilik kazanması ekonomik büyüme trendini pozitif yönlü oluşturacak, fakat kredi mekanizmasının esnek olmaması bu gelişimi olumsuz etkileyecektir. Yeni Schumpeteryen modeller teknolojinin yayılımının günümüzde mümkün olmasıyla artık gelişmekte olan ülkelerde teknolojik gelişmelerden yararlanabildiğini vurgulamaktadırlar (Ateş, 1998). Genel olarak ifade edilirse, Romer ve Lucas tarafından başlatılan modern endojen büyüme literatürünün savunduğu görüşlerin çökmesi yönünde hiçbir işaret bulunmamaktadır. Aşağıdaki tabloda modern büyüme teorilerinin kronolojik gelişimi özetlenmiştir.

**Tablo 3: Başlıca Büyüme Modelleri ve Özellikleri**

Büyüme teorisi	Büyümenin kaynağı	Büyümenin özelliği
Klasik Büyüme Teorileri Adam Smith(1776) David Ricardo(1817) T.R. Malthus(1799)	İşbölümü, Artık-değer'in yatırıma dönüşmesi	Sınırlı Büyüme Tarımda azalan verimler kanunu nedeniyle sınırlı büyüme Nüfus kanunu nedeniyle sınırlı büyüme
Karl Marx(1867)	Sermaye birikimi	Kapitalist süreçte kar Oranlarının düşmesi nedeniyle sınırlı büyüme
J.A. Schumpeter(1911-1939)	Yenilikler demeti	Kararsız büyüme, kararsız denge
R. Harrod(1939) E. Domar(1946)	Tasarruf ve Yatırımlar	Kararsız denge
Neo-klasik büyüme modeli(dışsal büyüme modeli)	Nüfus ve teknolojik gelişme "dışsal"	Teknolojik gelişmenin yokluğu nedeniyle geçici büyüme
Roma kulübü modelleri Meadows(1972)	Doğal kaynaklar	Nüfus patlaması, çevre kirliliği ve enerli tüketimi nedeniyle sonlu büyüme
Yeni büyüme teorileri(içsel büyüme teorileri) P.Romer(1986) R.Lucas(1998) R.Barro(1990) J.Greenwood(1990) B.Jovanovic(1990)	Fiziki sermaye, beşeri sermaye, teknoloji, kamu sermayesi ve finansal araçlar	Büyümenin içsel olması, devletin yenilenmesi, tarihsel geçmişin dikkate alınması
Sanayi bölgeleri modeli G.Becattini(1991)	Sınai ve mahalli örgütlenme şekli	Büyümenin bölgesel dengesizliğinin açıklanması

**Kaynak:** (Berber, 2011)

### 1.3.3. Neo Klasik Büyüme Modelleri

Neo-klasik büyüme modeli Harrod-Domar büyüme modeline verimlilik artışını ilave eden bir yaklaşımdır. Bu bağlamda Tobin, Swan ve Slow üretim sürecinde emek ve sermayenin birbirini ikame edebilecekleri varsayımından hareketle neo-klasik olarak adlandırılan büyüme modellerini geliştirmişlerdir. Bu modele neo-klasik denmesinin nedeni, tam rekabet koşullarını, tam istihdam,

marjinal verimliliklerine göre üretim faktörlerine ödeme yapıldığını ve değişen bir sermaye çıktı oranını kabul etmelerindedir. Modele göre azalan verimler yasası ve ölçeğe göre sabit getiri varsayımı işlemektedir (Parasız, 2013). Neo-klasik düşünce doğrultusunda birçok büyüme teorisi ortaya çıkmıştır. Fakat en kabul gören teori 1956 yılında R.Solow tarafından iktisadi büyüme teorilerine bir katkı "A Contribution to the Theory of Economic Growth" adlı çalışmasıyla büyüme teorilerine önemli katkılar sağlamıştır. Solow (1956) ve onun takipçileri tarafından geliştirilen Neo-klasik büyüme teorileri iktisadi düşünce dünyasına 30 yılı aşkın süre hakim olmuştur. Solow modeli, Harrod–Domar modeline tepki olarak ortaya çıkmıştır. Solow, Harrod-Domar'ın kısa vadeli geleneksel analizler yardımıyla sorunları çözdüğünü fakat uzun dönemli analizleri çözmede başarısız olduğunu iddia etmiştir (aktaran Gundlach, 2007).

Solow, sermaye oluşum sürecine odaklanmıştır. Modelin özünde; tasarruf, sermaye birikimi ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Ayrıca dışsal değişken olarak kabul edilen nüfus artışı ve teknolojik gelişme ile tasarruf, sermaye birikimi ve iktisadi büyüme arasında bağlantının nasıl olduğu incelenmiştir (Berber, 2011).

Ekonomik büyüme ve kalkınma dinamik bir süreçtir. Çıktının, sermayenin, tüketimin ve nüfusun zamanla neden ve nasıl değiştiği üzerine odaklanmıştır. Bundan dolayı ekonomik büyüme çalışmaları dinamik model gerektirir. Solow büyüme modeli basit olmasına rağmen dinamik genel denge modelidir. Model, eski stil Keynesyen modelle modern makroekonomik modelin karışımından oluşur (Acemoglu, 2007). Solow'a göre, ekonomik büyüme; üretim faktörlerinin maliyet payları ve teknolojik gelişmeler ile ağırlıklı büyüme oranlarına göre ayrılabilir. Üretim faktörlerinin büyüme oranları gözlemlenebiliyorken, teknolojik gelişmeler toplam faktör verimliliği olarak tanımlanarak dolaylı olarak ölçülebilir (Sahoo, 2012).

Neo-klasik büyüme modeli teknolojideki gelişmeleri büyümenin lokomotifi olarak görmektedir (Charles, 2007). Solow'a göre emek ve sermaye faktörlerinin birbirlerinden ayrı olarak değerlendirildiğinde, ölçeğe göre azalan; birleşik olarak alındığında ise, sabit getirili olması beklenmektedir. Emek ve sermaye ikame

edilebilir unsurlar olarak üretim sürecinde yer almaktadır. Teknolojik unsurlar ise zamana göre değişkenliği emek ve sermayeden farklı olmakla birlikte, verimliliği artırmaktadır. Teknolojik gelişmeler ya fiziki ya da beşeri sermaye unsurlarıyla gerçekleşmektedir. Solow modelde teknolojik gelişme dışsal değişken olarak üretimde yer almaktadır ve hasıladaki değişmelerin girdilerdeki değişmelerle açıklanamayan kısmı teknolojik gelişmeler olarak sisteme dahil edilmektedir. Burada zamana bağlı olarak nüfus ve teknolojik değişimlerin uzun dönemde fakir ülkeleri zengin ülkelere yaklaştıracığı varsayılmaktadır (Sever, 2009).

Solow'un sermaye birikimi, tasarruf ve ekonomik büyüme arasında ilişkiyi incelerken başlangıç noktası olarak üretim fonksiyonu kullanmaktadır. Üretim fonksiyonu  $Y$  olarak tanımlanırsa aşağıdaki biçimde ifade edilebilir:

$$Y=F(K,L) \quad (1)$$

Bu denkleme göre çıktı ( $Y$ ), sermaye stoku ( $K$ ) ve emeğe ( $L$ ) bağlıdır. Modelde ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında denklemden yer alan değişkenler emek ( $L$ ) sayısına bölüldüğünde üretim fonksiyonu;

$$y= f(k) \quad (2)$$

olur. Burada  $y=Y/L$  ve  $k=K/L$  dir. Emek başına sermaye miktarı arttığında emek başına hasıla miktarında artmaktadır. Ancak azalan verimler yasası gereği, sermaye artışları çıktı artışlarından daha düşük seviyede kalmaktadır. Sermaye stokundaki artışın ekonomik büyümeye nasıl etki edeceğini anlamak için önce sermaye stokunun nasıl değiştiğini anlamak gerekmektedir. Modele göre sermaye stokunu değiştiren faktörler;

(i) yatırımın sermaye stokuna eklenmesi ve

(ii) eski sermayenin bir kısmının yıpranması sonucu sermaye stokunun azalması; olarak belirtilebilir.

Sermaye verimliliğinin azalan olduğu varsayımında sermaye emek oranı ( $k$ ) sonsuza doğru yaklaştıkça sermayenin hasılaya etkisi sifıra yaklaşmaktadır. Bu durumda emek başına ne kadar sermaye ya da ne düzeyde yatırım olması

gerektiğinin tahmin edilebilmesi için bireylerin ne kadar tasarruf ettiklerini bilmek gerekmektedir. İşçi başına sermaye miktarındaki değişme, işçi başına yatırımlardan yıpranma payının çıkarılmasıyla bulunabilmektedir. Matematiksel olarak ifade edilirse,  $i$ , yatırım seviyesini,  $dk$  ise, yıpranma payını göstermek üzere,

$$\Delta k = i - dk \quad (3)$$

olarak gösterilebilir.

Devletin olmadığı durumda özel kesim tasarrufların yatırımlara eşit olacağı varsayımından hareketle denklem;

$$i = S/L = sY/L = sy \quad (4)$$

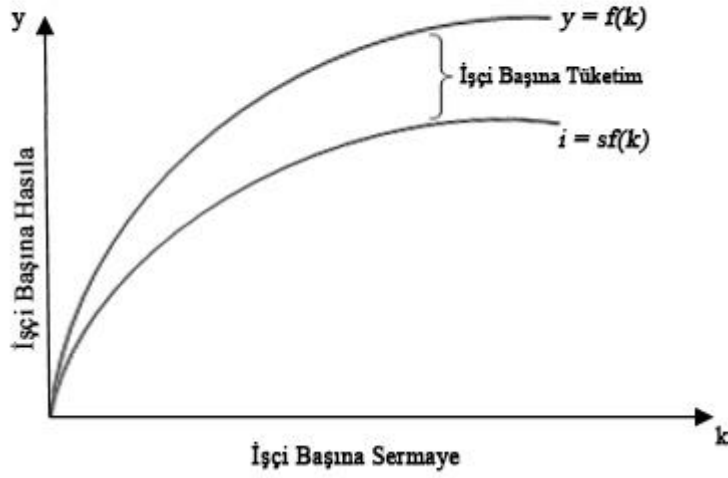
olarak yazılabilir. Bu denklemde  $(s)$  marjinal tasarruf oranını göstermektedir. Buradan üretim fonksiyonu,

$$i = sf(k) \quad (5)$$

olarak yazılabilir. Yatırım-tasarruf eşitliğinden dolayı (3) nolu denklemde  $(i)$  yerine  $sf(k)$  yazılabilir. Buradan, sermaye stokundaki değişim aşağıdaki gibi olacaktır:

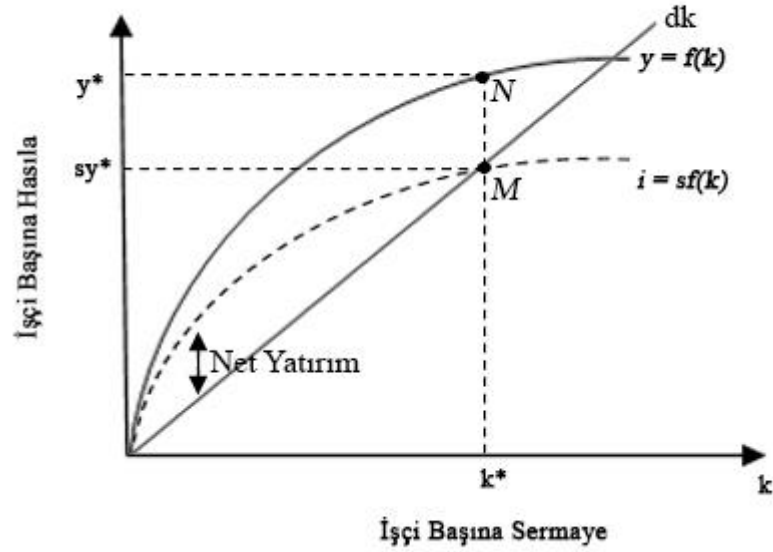
$$\Delta k = sf(k) - dk \quad (6)$$

Ekonomide tasarruf oranı  $(s)$  0 ile 1 arasında yer almaktadır. Şekil 1’de  $f(k)$  toplam hasılayı verirken  $sf(k)$  ise bu hasılanın ne kadarlık kısmının tasarruf edildiğini göstermektedir. Geriye kalan kısmını ise tüketim oluşturmaktadır.



**Şekil 1: Üretim Fonksiyonu ve Yatırım**

Solow göre; durağan durum, uzun dönemde ekonomide emek başına sermaye ve hasılanın değişmeyeceği durumu ifade etmektedir. Bu durum ekonomide istikrarlı bir büyümenin olduğunu işaret eder. Durağan durumda işçi başına sermaye ve hasılda değişim olmayacağından (6) nolu eşitliğin sağ tarafı sıfıra eşitlendiğinde işçi başına sermayeye ait durağan konum değeri;  $k^*$ , uzun dönemdeki durağan durum sermaye/hasıla katsayısını ve  $K^*$ , durağan durumdaki fiziksel sermaye stokunu göstermek üzere; “ $k^*=K^*/L$ ” olarak ifade edilebilir. Buradan hareketle, sermaye stokunun yıpranma değeri ( $dk$ ), tasarruf miktarı ( $sk$ ) ile tam olarak karşılanmaktadır.



**Şekil 2: Durağan Durum Dengesi**

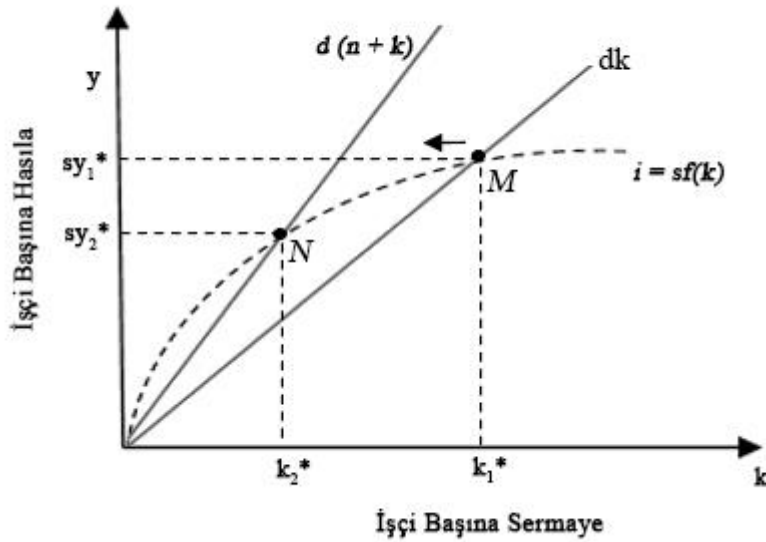
Şekil 2 incelendiğinde, tasarrufların M noktasında sermayenin yıpranma payına eşit olduğu görülmektedir. Aynı zamanda bu nokta yatırım miktarı ile yıpranma miktarının eşit olduğu noktayı da göstermektedir. Eğer ekonomi bu sermaye stokuna sahipse, sermaye stokunun bu yatırım ve yıpranma payını dengelediğinden bu dengenin zamanla değişmeyeceği varsayılmaktadır. Yani bu sermaye stok düzeyinde  $\Delta k=0$  dır. Buna durgun durum ya da kararlı durum denmektedir.

Temel Solow modeli, tek başına sermaye birikiminin sürekli büyümeyi açıklayamayacağını göstermektedir. Daha yüksek tasarruf oranının geçici olarak daha yüksek büyüme oranına neden olduğu görülmektedir. Ancak ekonomi giderek sermaye ve çıktının sabit olduğu durağan duruma yaklaşmaktadır. Dünyada yaşanan sürekli ekonomik büyümeyi açıklayabilmek için ekonomik büyümenin diğer kaynaklarının (nüfus artışı ve teknolojik gelişmenin) modele dahil edilmesi gerekmektedir. İlk olarak nüfus artış hızının ( $n$ ) modele dahil olması durumunda, nüfus artış hızı işçi başına sermaye stokunu etkilemektedir. Nüfus artışı sonucunda sermaye stokunun daha fazla kişi tarafından kullanılması kişi başına sermaye oranını azaltacaktır.  $L$  değişirken, işçi başına sermaye ve hasıla değerlerinin sabit kalabilmesi için sermaye ve hasıla değerinin de aynı oranda artması gerekmektedir. Formülize edilirse,



$$\Delta k = i - (d+n)k \quad (7)$$

olarak yazılabilir. (7) no'lu denklem, nüfus artış hızının da tıpkı yıpranma gibi emek başına sermaye birikimini azalttığını göstermektedir.



**Şekil 3: Nüfus Artışının Negatif Etkisi**

Şekil 3'de görülebildiği üzere nüfus artış hızının modele dahil olması işçi başına sermayede ( $k_1^*$ 'den  $k_2^*$ 'ye) ve işçi başına hasılda ( $sy_1^*$  en  $sy_2^*$ 'ye) doğru bir azalma meydana getirmektedir.

Solow modelinde teknolojik faktörlerin de büyüme üzerinde etkileri gösterilebilmektedir. Teknolojinin üretime dahil olması emek verimliliğini artırabilir. Teknoloji değişkeni (E), işgücü (L) ile çarpılarak modele dahil edilebilmektedir. Dolayısıyla, üretim fonksiyonu (8) no'lu denklemdeki gibi ifade edilebilir:

$$Y = F(K, L * E) \quad (8)$$

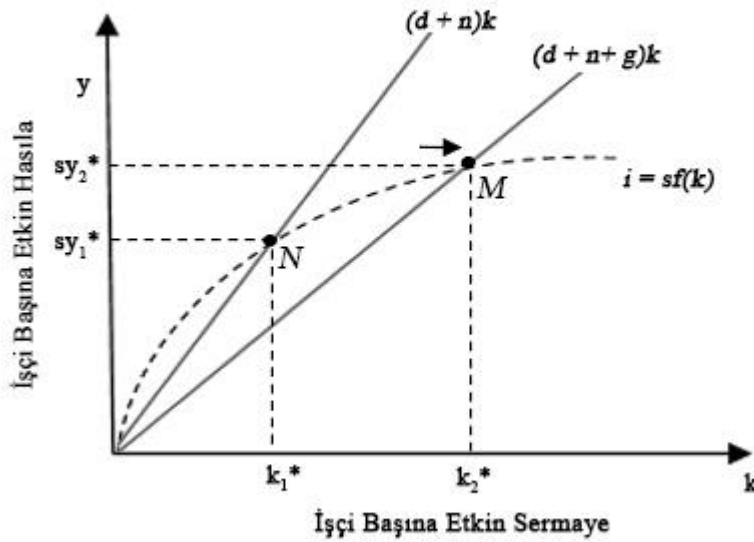
Diğer taraftan, teknolojik ilerlemelerin (g) işgücü etkinliğini artırması sonucunda işçi başına etkin sermaye " $k = K / (L * E)$ " ve işçi başına etkin hasıla da " $y = Y / (L * E)$ "

şeklinde yeniden tanımlanabilmektedir. Denklem, teknolojik ilerlemeyi de dahil ederek yeniden oluşturulduğunda,

$$\Delta k = i - (d+n+g)k \quad (9)$$

biçiminde olmaktadır.

Büyüme üzerinde teknolojik ilerlemenin etkileri Şekil 4'de gösterilmektedir.



**Şekil 4: Teknolojik Gelişmenin Etkisi**

N noktasında yani işçi başına hasıla ( $sy_1^*$ ) ve işçi başına sermayenin ( $k_1^*$ ) dengede olduğu ekonomide teknolojik yeniliklerin ekonomiye dahil olması sonucunda yeni denge M noktasında oluşmaktadır. Bu noktada etkin işçi başına hasıla ( $sy_2^*$ ) ve etkin işçi başına sermaye ( $k_2^*$ ) oranları da artmaktadır. Böylece ekonomide oluşan yeni durağan durum dengesi (M) eski durağan durum dengesine (N) göre daha üst seviyede gerçekleşmektedir (Sever, 2009; Parasız, 2013).

Durağan denge olarak tanımlanan uzun dönemli büyümenin teknolojik şok ya da üretim tekniklerinde yeni buluşlar olmadığı sürece, azalan verimler yasası varsayımı altında, çalışan başına getiri azalacağından kar oranı düşecektir. Kar oranının düşmesi yatırımları dolayısıyla büyümeyi etkileyecektir (Yeldan, 2010). Modele göre, durağan durumdaki (steady state) büyüme dışsal teknolojik değişimin sonucu olarak gösterilmektedir (Gundlach, 2007).

Teknolojideki ilerlemeler ya da üretim tekniklerinde yeni buluşların olması durumunda ekonomide etkin iş gücü miktarı artmakta böylece verimlilik artmaktadır. Çok uluslu şirketlerin teknoloji transferi etkin bir araç olarak değerlendirilmektedir. Fakat çok uluslu şirketler bazı ülkelerde yüksek büyüme oranı yaratamamıştır. Bolmström, Lipsey ve Zejan çalışmasında, gelişmekte olan ülkelerin yaklaşık % 50' sinde doğrudan yabancı yatırımların büyüme oranındaki artışı hızlandırdığını göstermişlerdir. Bu hızlı büyüme oranı artışının, yeterli kaynaklara sahip ülkelerin teknolojiyi içselleştirme yeteneğiyle doğru orantılı olduğu vurgulanmıştır (Ceylan, 2010).

Neo-klasik büyüme teorilerindeki genel eğilim, geri kalmış ekonomilerin teknolojik yayılım yoluyla verimlilik ve üretim artışı sağlayarak gelişmiş ekonomilere yakınsayacağıdır (Ceylan, 2010).

Ancak gelişmeler göstermiştir ki, günümüzde neo-klasik görüşün varsayımları gerçekleşmemiştir. Bazı iktisatçılar bu varsayımların gerçek hayatta geçerliliğinin mümkün olmadığını dile getirmişlerdir.

Neo-klasik büyümeye eleştiriler dört grupta incelenebilir (Demir, 2002): Birincisi, modelde ilk başta emek temel girdi olarak yer almış; ilerleyen aşamalarda ise, emek faktörünün etkisi azalmış ve büyümeye zarar veren bir girdi haline gelmiştir. İkincisi, emek birikimli teknolojik gelişmenin zamanla büyümeyi engeller hale geleceği düşüncesi eleştirilmektedir. Üçüncüsü, azalan verimler yasası varsayımı altında zengin ülkelerin zamanla durgun duruma gireceği ve gelişmekte olan ülkelerin bu ülkeleri yakalayacağı varsayımının çok az gelişmekte olan ülke için geçerli olduğu gözlenmiştir. Son olarak, teknolojik gelişmenin dışsal kabul edilmesi nedeniyle zengin ülkelerin durağan duruma gireceği varsayımının günümüzde

geçersiz olmasıdır. İçsel büyüme modeli bilgi, beşeri sermaye ve teknolojik gelişmeyi içselleştirerek bu sorunları ortadan kaldırmaya çalışmışlardır.

#### 1.3.4.İçsel Büyüme Modelleri

Neo-klasik büyüme teorisinden tatmin olmayan Romer (1986) ve Lucas (1988), beşeri sermaye birikimi, araştırma ve geliştirme, yaparak öğrenme vb. faktörlerle içsel (endejon) olarak belirlenen teknolojik yeniliği vurgulayan içsel büyüme teorisinin öncüsü oldular (Chandra & Sandilands, 2005).

İçsel büyüme teorisi, büyümenin ekonomik sistemin kendi dinamikleri içinde bir takım faktörlerin etkileşimiyle içsel olarak gerçekleştiği düşüncesine dayanmaktadır. Modelin varsayımları, ölçeğe göre artan getirinin, dışsallıkların, eksik rekabet piyasalarının, teknolojik gelişmenin, bilgi ve beşeri sermayenin ve son olarak da sosyal altyapının dikkate alınmasına dayanır. Yeni büyüme modeli olarak da adlandırılan, içsel büyüme modellerinin ortaya çıkmasında teknolojik bilgi üretimi konusunda birbiriyle yakından ilişkili bazı konuların önemli olduğu vurgulanmaktadır (Kibritçioğlu, 1998):

- (i) Bilginin kullanımında rekabet ve dışlamanın olmaması, bilgiyi gizli kamusal mal olarak tanımlamaktadır.
- (ii) Teknolojik ilerleme sonucu ortaya çıkan bilgiden yararlanma ölçüsü, bir diğer ifadeyle, teknolojik dışsallıkların ve yayılmanın derecesi önemli olmaktadır.
- (iii) Dışsallığın varlığından dolayı bilginin üretimine özel sektörün yanaşmayacağı düşüncesi piyasanın aksamasına neden olacaktır.
- (iv) Teknolojik gelişme ya da bilgi üretiminin sermaye stoku (fiziki ve beşeri sermaye) ile ilişkisi bulunmaktadır.

Teknolojik gelişmenin dışsallıklar sonucu yayılma etkisinin (spillover effect) varlığı ölçeğe göre sabit getiri varsayımının terk edilmesine ve ölçeğe göre artan getiri koşulları yaratmaktadır (Kibritçioğlu, 1998).

İçsel büyüme modelleri, AK Modeli, Arrow-Romer Modeli, Lucas Modeli, Ar-Ge Modeli ve Kamu Politikası Modeli olmak üzere, beş ana başlıkta toplanabilir (Muratoğlu, 2011). Aşağıda bu modeller ana hatlarıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

**AK Modeli:** İçsel büyüme modelleri içinde, sermayenin azalan marjinal getirisi varsayımını kaldırarak; dışsal teknolojik ilerlemenin olmadığı durumda bile uzun dönemli büyümenin sürdürülebileceğini en basit şekilde gösteren model Rebelo (1991) tarafından geliştirilmiştir. AK Model olarak bilinen yapı Romer (1986) ve Lucas (1988) tarafından da kabul görmüştür. Rebelo, AK tipi üretim fonksiyonu yardımıyla kamu politikalarındaki farklılıkların ülkelerin büyüme performansında da farklılık arz ettiğini ileri sürmektedir. Örneğin; tasarruf oranları, vergi oranları ve fikrî mülkiyet haklarına ilişkin politikalar uzun dönem büyüme oranının etkileyebilmektedir. Aynı zamanda uluslararası işgücü hareketlerinin yönü de bu politikalar sonucuna göre şekillenmektedir. Bu model  $Y=AK$  şeklinde olan üretim fonksiyonundan esinlenerek AK model adını almıştır. Bu fonksiyonda K ekonomide sermaye stokunu, A ise ekonomide teknoloji düzeyini gösteren sabit bir katsayıdır. AK modeleni göre ülkelerin sermaye stokunun artması sermayenin getirisini azaltmayacaktır. AK model, sermaye birikimi ve teknolojik ilerleme arasında bir ayırım yapmaz. Modele göre, yüksek büyüme oranlarını sürdürmenin bir yolu GSYH'nin büyük bir kısmını tasarruf etmektir. Böylece artan tasarruf teknolojik ilerlemeyi finanse edecek ve daha hızlı büyümeye neden olacaktır (Aghion & Howitt, 2009).

İçsel büyüme modellerine göre, finansal sistem etkinliğinin artması uzun dönemli büyümeyi etkileyecektir. Finansal kuruluşlar bu etkinliğin artışı kendi içerisindeki her türlü faktörle (işletme yönetiminin etkinleştirilmesi, modern teknolojilere uyum sağlama gibi) gerçekleştirebilir (Ağır, 2010). Bu modelde  $Y=AK$  fonksiyonunda sermaye faktörü ile çıktı arasında doğrusal bir ilişkinin varlığı kabul edilmektedir. Bu durumda model;

$$Y = F(K,L) = AK^\alpha (HL)^{1-\alpha} \quad (1)$$

olarak formüle edilebilir (Yardımcı, 2006). Ölçeğe göre sabit getiri varsayımı çerçevesinde  $\alpha$  ve  $1-\alpha$  değerlerinin toplamının 1'e eşit olması gerekmektedir. Bu durumda  $Y=AK$  eşitliği elde edilmektedir. H ise fiziki sermayenin yanında işgücünün sahip olduğu bilgi, tecrübe ve becerileri de içeren beşeri sermayeyi göstermektedir. Diğer yandan, modelde, işgücünün daha fazla sermaye ile

çalışmalarının bilgi ve becerilerini artırması sonucu, beşeri sermayenin işgücü başına sermaye ile aynı yönlü değiştiği kabul edildiğinden H, aşağıdaki gibi tanımlanabilir:

$$H=K/L \quad (2)$$

Üretim fonksiyonu, emek başına sermaye ve gelire indirgenerek yeniden düzenlendiğinde

$$y=Ak \quad (3)$$

şeklini almaktadır. Üretim fonksiyonunda A sabit terimi; y, bir birim sermaye ile elde edilen çıktı miktarını göstermektedir.  $A= y/k$  durumu, A değerinin sabit olduğunu gösterir. Böylece, her ilave birim sermaye artışı aynı oranda çıktı artışı yaratacağından azalan verimler yasası geçerliliğini yitireceği sonucuna varılır. Solow ve AK modelleri arasındaki temel ayırım da buradan kaynaklanmaktadır. Bunun temel nedeni, fiziksel sermayenin artması aynı zamanda beşeri sermayenin artışını sağladığından azalan verimler yasası geçerliliğini yitirmektedir. AK modelde bireyler gelirlerin bir kısmını tasarruf (s) etmekte geriye kalan kısmı (1-s) ise tüketime gitmektedir ( $C=(1-s)Y$ ). Emek başına üretim fonksiyonu Solow modelinin aynısıdır:

$$C/L=((1-s)Y/L) \quad (4)$$

$c= C/L$  ve  $y =Y/L$  olarak tanımlanırsa, denklem aşağıdaki gibi olur:

$$c =(1-s)y \quad (5) .$$

Diğer taraftan, kişi başına çıktı (y), kişi başına tüketim (c) ve kişi başına yatırımın (i) toplamı olarak yazılabilir:

$$y =c+i \quad (6)$$

Bu durum dikkate alınarak, (5) no'lu denklemde yer alan (c) eşitliği (6)'nolu denklemde (c) yerine konup, gerekli düzenlemeler yapıldığında, emek başına yatırım (i);

$$i=sy \quad (7)$$

olarak yazılabilir. Bu denklemde (s) marjinal tasarruf eğilimini göstermektedir. Bu eşitlik (3) no'lu eşitlikte yerine konursa yeni denklem

$$i =sAk \quad (8)$$

şeklini almaktadır. Bu eşitlikten hareketle teknolojinin sabit olduğu varsayımı altında emek başına sermaye stokunda meydana gelen değişme aşağıdaki gibi yazılabilmektedir.

$$\Delta k = i - (d+n)k \quad (9)$$

$$\Delta k = sAk - (d+n)k \quad (10)$$

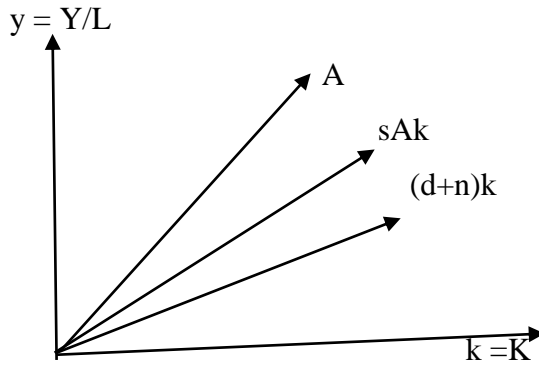
$$\Delta k/k = sA - (d+n) \quad (11)$$

olduğundan, emek başına çıktı büyüme hızı aşağıdaki gibi tanımlanabilir.

$$\Delta y/y = sA - (d+n) \quad (12)$$

Bu denkleme göre emek başına çıktının büyüme hızının  $sA$  ve  $(d+n)$  değişkenleri arasındaki ilişkiye bağlıdır. Eğer  $sA > (d+n)$  ise yatırım gereken yatırımdan büyük olacağından dolayı emek başına sermaye ve buna bağlı olarak emek başına çıktı sürekli artacaktır. Yani bir ekonomide teknolojik ilerleme olmaksızın ekonominin sürekli büyüyeceğinin ifade etmektedir.

Şekil 5’de de görüldüğü gibi, AK modeli,  $sAk$  (tasarruf fonksiyonu) doğrusunun  $(d+n)k$  doğrusunun üzerinde yer alması emek başına sermaye ve emek başına çıktı düzeyinin her ilave tasarruf oranında sürekli artacağını, ekonominin teknolojik ilerleme olmadan da büyüebileceğini göstermektedir.



**Şekil 5: AK Modeli**

$sA > (d+n)$  iken, ceteris paribus varsayımı altında, tasarruf oranı ne kadar yüksek, amortisman payı (aşınma) ve nüfus artış oranları ne kadar düşükse, emek başına çıktının büyüme hızı da o derece yüksek olacaktır. O halde hükümetin tasarruf ve yatırım oranlarını artırmaya yönelik teşvik politikaları büyüme sürecine olumlu katkı sağlamaktadır (Taban, Günsoy, Günsoy, Erdinç, & Aktaş, 2013).

**Arrow-Romer Modeli:** Romer modelinin temelinde Arrow'un öne sürdüğü "yaparak öğrenme" görüşü yatmaktadır. Bu görüşe göre bazı sektörlerde zamanla maliyetlerin düştüğü, kalitenin arttığı ve üretim hızının arttığı görülmektedir. Arrow'a göre, bir firmanın üretim yaptıkça zaman içinde işinde uzmanlaştığı, maliyetlerini düşürdüğü, ürün çeşitliliğini artırdığı gözlenmiştir. Romer, Arrow'un bu gözlemlerini kullanarak, (i) Üretim süreci sonunda fiziksel çıktının yanında bir yan ürün olarak teknik bilginin elde edildiği; (ii) yan ürün olarak elde edilen teknik bilginin (know-how) yeni üretim sürecinde bir bakıma bedava bilgi olarak kullanılacağı; (iii) yeni üretimin daha düşük maliyet ve daha yüksek kalitede olacağı; (iv) teknik bilginin (know-how) yayılmalar (spillover effect) sonucu diğer firmalara da ulaşacağı, çıkarsamalarını yapmıştır (Muratoğlu, 2011).

Romer'in modelinde mevcut sermaye stoku elde edilen bilginin göstergesidir. Bir ekonomide sermaye stoku ne kadar fazla ise, üretilen ekonomik bilgi de o kadar fazla olacaktır. Bu bilgidен hareketle üretim fonksiyonu göz önüne alındığında, sermaye için artan verimden söz edilebilir.

Romer, üretilen bilgilerin dışsallık ya da yayılmalar (spillover effect) yoluyla firmalara olumlu yansıtacağını; bundan dolayı ekonomilerin bütünü pozitif dışsallıktan yararlanacağını vurgulamaktadır (Muratoğlu, 2011).

Romer modelinde firmaların işgücünü artıran türden bir üretim fonksiyonuna sahip olduğunu ve bir firmaya ait bu üretim fonksiyonunu;

$$Y = F(K, A, L) \quad (1)$$

şekilde tanımlamıştır. Bu fonksiyonda (Y) çıktı miktarını, (K) sermaye stokunu, (A) teknoloji düzeyi, (L) emek miktarını göstermektedir.

Bilgi düzeyi deneyim ( $\lambda$ ) ile artmaktadır. Deneyim ekonomideki tüm firmaların geçmiş yatırımlarının bir fonksiyonudur. Bu bilgidен hareketle tüm firmalar için toplam düzeyde üretim fonksiyonu aşağıdaki gibi yazılabilmektedir:

$$Y = F(K, L, \lambda) = K^\alpha L^{(1-\alpha)} \lambda^\beta \quad (2)$$



Toplam düzeyde üretim fonksiyonun K ve L değişkenleri için ölçeğe göre sabit getiri işlerken, deneyimin ( $\lambda$ ) dahil edilmesiyle üç değişken içinde ölçeğe göre artan getiri özelliği göstermektedir.

Bilginin dışsal olmasından dolayı firma kendi deneyiminden yararlandığı gibi, diğer firmaların deneyimlerinden de yararlanma olanağına sahiptir. Bu durum dışsallığın ortaya çıkmasına, bedava girdi gibi başka firmalara yayılmasına, böylece rekabetçi dengenin optimal sonuçlar vermemesine neden olmaktadır. Bu yüzden devlet AR-GE faaliyetlerine destekleyerek ve fikri mülkiyet hakları tanınması gibi eksik rekabet olanakları sağlayarak büyümeye katkı sağlayabilmektedir. Ayrıca Romer, bilgi gerektiren alanlardaki yatırımlarda, gelişmekte olan ülkelerin bilgiyi ithalat ya da DYY'ler yoluyla gerçekleştirebileceğinden bu ülkelerin dışa açılmalarının büyüme performansında önemli olduğu vurgulanmaktadır (Taban, Günsoy, Günsoy, Erdinç, & Aktaş, 2013).

**Lucas Modeli:** Lucas beşeri sermayeyi uzun dönemli büyümenin kaynağı olarak niteleyerek, beşeri sermayenin artırılmasıyla uzun dönemde sürdürülebilir büyümenin gerçekleşeceğini ileri sürmüştür. Ayrıca, kamunun beşeri sermaye yönelik yatırımlarının büyüme üzerinde etkisinin fiziki sermayeye yatırımlarının etkisinden daha fazla olacağını iddia etmiştir. Böylece, beşeri sermaye yatırımlarının, beşeri ve fiziki sermaye üzerindeki etkisinin büyümeyi artırmada önemli olduğu vurgulanmaktadır (Taban, Günsoy, Günsoy, Erdinç, & Aktaş, 2013). Lucas beşeri sermayenin büyüme sürecindeki rolünü incelerken, başlangıçta girdi olarak fiziki sermaye (K) ve beşeri sermaye (H) olmak üzere iki tür sermayenin olduğu ve işgücünün (L) dahil olduğu bir model tanımlamaktadır. O halde dışsallıkların hesaba katılmadığı bir üretim fonksiyonunu şu şekilde yazılabilir:

$$Y=AK^a H^b \quad (1)$$

Eşitlikte Y çıktıyı, A teknoloji düzeyini, K fiziksel sermaye stokunu, H beşeri sermayeyi göstermektedir. Ölçeğe göre sabit getiri varsayımına dayanarak ( $a+b=1$ ) denklem yeniden düzenlendiğinde üretim fonksiyonu;

$$Y=AK^a H^{1-a} \quad (2)$$

olarak yazılabilir. Hanehalkının çalıştığı süre ( $u$ ), çalışanların ortalama yetenek düzeyi ( $h$ ) ve  $L$  ise işgücünü göstermek üzere;

$$H=uhL \quad (3)$$

eşitliği (2) no'lu denklemde yerine konursa,

$$Y=AK^a (uhL)^{1-a} \quad (4)$$

olarak ifade edilebilir.  $uhL$  ise beşeri sermayenin çıktı üzerindeki etkisini göstermektedir. Böylece çalışanların çalışma süresi ve yetenek düzeyleri arttığında çıktı miktarı da artmaktadır (Taban, Günsoy, Günsoy, Erdiç, & Aktaş, 2013).

Bu noktadan hareketle beşeri sermaye birikimi çalışmadan arta kalan zaman ( $1-u$ ) ile ilgilidir. Eğer  $u=1$  olursa, çalışanların boş vakti kalmayacak ve beşeri sermaye sıfır olacaktır. Beşeri sermayeyi artıran bir etken olarak temel eğitim süresinin artması Barro'ya göre ekonomiyi üç şekilde etkileyebilmektedir (Muratoğlu, 2011).

- i) Nitelikli işgücünün sayısının artması yeni teknolojilere uyumu hızlandıracak ve yeni teknolojilerin gelişmesine katkı sağlayacaktır.
- ii) Fiziki yatırımların artmasına neden olacak
- iii)Eğitilen nüfus daha az çocuk yaparak doğurganlık hızının düşmesine neden olarak emek başına yatırım oranı artmış olacaktır.

**AR-GE Modeli:** Bu içsel büyüme modeli yenilik esaslı model biçiminde de anılmaktadır. AR-GE Modeli, Rivera-Batiz ve Romer, Aghion ve Howit ve Barro ve Sala-i Martin'in yaptıkları çalışmalarla gündeme gelmiştir. Romer'in inovasyon modeli çalışması işbölümü ve uzmanlaşma temeline dayanmaktadır. Yatay yeniliklerle ara malı ve nihai malların icatları ticarete yeni alanlarının oluşumuna katkı sağlamaktadır. Yatay yeniliklerden kastedilen ürün çeşitliliğinin artmasıdır. Romer'den kısa bir süre sonra Grossman ve Helpman, Aghion ve Howit çalışmalarıyla büyümenin dikey yeniliklerle de gerçekleşebileceğini göstermişlerdir. Dikey yeniliklerden kastedilen kalite artışının sağlanmasıdır. Yenilikçi firmalar verimlilik, pazar payları, ürün kalitesi ve karlarını maksimize etmek için AR-GE harcamaları yapmaktadır (Sever, 2009). Yenilikçi firmaların haklarının korunması bilginin kamu malı haline gelmesine engel olarak AR-GE ve icat yapmanın teşvik

edilmesi sağlanmış olacaktır. Bilgi üretim sürecine iki yoldan katkı sağlamaktadır. Yeni buluş, yeni ve gelişmiş makinenin üretilmesini sağlarken ekonomideki bilgi stoku ve AR-GE sektöründe ki beşeri sermayenin verimi artmaktadır. Bu katkılar, nihai ürün üretiminde istihdam edilen makinaların üretim fonksiyonunda ölçeğe göre artan getiri sağlar ve ekonomik büyüme gerçekleşmiş olmaktadır (Muratoğlu, 2011).

**Kamu Politikası Modeli:** Kamu politikası modeli ilk olarak Barro'nun "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth" adlı çalışması ile gündeme gelmiştir. Barro bu çalışmasında kamu harcamalarının büyüme sürecinde katalizör etkisi yarattığını iddia etmektedir. Barro, ölçeğe göre sabit getiri sağlayan bir üretim fonksiyonuna kamu kesimini de dahil ederek, kamu harcamaları, tasarruf oranı ve büyüme arasında ilişkiyi incelemiştir (Taban, Günsoy, Günsoy, Erdinç, & Aktaş, 2013).

Modelde kolaylık sağlamak için üretim fonksiyonun sermaye ve kamu malına bağlı olduğu varsayılmıştır. Diğer bir varsayım ise devletin tek gelirinin vergi geliri, tek giderinin de kamu mallarının arzı olduğu ve denk bütçenin daima var olduğudur. Devlet büyümeyi sağlamak için hem kamu yatırımlarını artıracak hem de özel sektör yatırımlarının artmasını teşvik edecek politikalar uygulayacaktır. Devlet özel sektörden sağladığı vergilerle denk bütçeyi sağlayacak ve kamu malları arzını artıracaktır. Dolayısıyla özel sektör yatırımları iki farklı yoldan büyümeye katkı sağlayacaktır. Bu noktada devlet; üretken sektörlerde tamamlayıcı nitelikte olan kamusal mal ve hizmetler üretme; eğitim alanındaki yatırımları artırma ve AR-GE faaliyetlerini teşvik ederek bilginin üretimi ve yayılmasını sağlama görevlerini yerine getirmelidir (Muratoğlu, 2011).

Görüldüğü gibi içsel büyüme modelleri büyümenin itici gücü olarak tanımladıkları faktörlere göre farklı yönlerde gelişim göstermişlerdir. Fakat bu modellerin ortak özelliği teknolojik gelişmeyi ekonominin içsel dinamikleri ile açıklamalarıdır. Ayrıca teknolojik gelişmenin olmaması durumunda fiziki ve beşeri sermayedeki gelişmelerde sürdürülebilir büyümeyi gerçekleştirebilmektedir (Taban, Günsoy, Günsoy, Erdinç & Aktaş, 2013).

İçsel büyüme modeli gerek finansal aracılığın ve finansal derinleşmenin yatırımlar üzerinde pozitif etki yapacağını iddia eden, gerekse finansal gelişmenin

büyümeıı artıracağını sağlayan çalışmaların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Ayrıca finansal derinleşmenin uzun dönem büyümeıı sağlayan faktörler arasında sayılması için teorik alt yapı oluşturmaktadır (Erim & Türk, 2005).

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER**

Bu bölümde finansal gelişme ile büyüme, finansal gelişme ile DYY ve son olarakta finansal gelişme, DYY ve büyüme arasında ilişki incelenmiştir.

#### **2.1. FİNANSAL GELİŞME BÜYÜME İLİŞKİSİ**

Gelişmekte olan bir ülkenin ekonomisini doğru istikamete sokmak için atılması gereken önemli adımlardan birisi, söz konusu ülkenin finansal sisteminin geliştirilmesidir. Küreselleşen dünyada, finansal sistem içerisinde yer alan finansal piyasalar ülke ekonomileri için bir gereklilik haline dönüşmüştür. Yatırımcı ve tasarruf sahibi arasında bir köprü işlevi gören finansal piyasalar, ekonominin işleyişindeki temel unsurlardan biri haline gelmiştir (Özcan & Arı, 2010).

Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal piyasaların büyümesi ve finansal yapının ekonomik ihtiyaçlara daha hızlı ve verimli cevap verebilir duruma gelmesi, bu ülkelerdeki ekonomik büyümeye destek olacaktır (Teker & Özer, 2012). Finansal piyasalar, ödünç verenlerle alanlar arasında fonların el değiştirme maliyetlerini azaltmasına ve bilgi asimetrisinin üstesinden gelinmesine yardımcı olur. Fonların maliyeti azaldığı zaman kullanılabilir kredi artar, ekonomideki harcamalar artar, daha fazla işgücü yaratılır. Dolayısıyla da ekonomik büyüme artar (Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 1999). Bu gelişmeler ancak finansal sistemleri oluşturan unsurların etkin ve verimli olmasıyla mümkün olabilir. İyi örgütlenmiş finansal piyasalı ülkelerin daha hızlı büyüdüğü ve büyüme için gerekli olan firma ve sanayi genişlemesini engelleyen dış finans sınırlamasını ortan kaldırdığı söylenebilir (Levine, 1997).

Finansal gelişmenin ülke ekonomisine etkisinin her zaman pozitif olmasının beklenmesine rağmen; bazı durumlarda bu pozitif etkiyi gizleyen durumlar da ortaya çıkabilir. Bunlar, finansal sistemdeki denetimsizlikler ve düzenlemede yetersizlikler vb. biçiminde olabilir. Dahası küreselleşme ile birlikte ülkeler arasındaki sermaye akımlarının artması, konjonktürel dalgalanmalarda uzun dönemli stagflasyon dönemlerine yol açan daha sık ve şiddetli finansal krizlere neden olabilmektedir (Bakın, 2011).

Bundan dolayı finansal gelişmenin büyüme üzerine negatif etki yaratabileceği de göz ardı edilmemelidir.

Finansal gelişmenin büyümeyi etkilediği iki temel kanal vardır: sermaye birikimi ve teknolojik yenilik. Finansal gelişme sermaye birikiminin (beşeri ve fiziksel sermaye) ve teknolojik yeniliğin gelişmesini teşvik ederek, büyümenin gerçekleşmesine katkı sağlamaktadır.

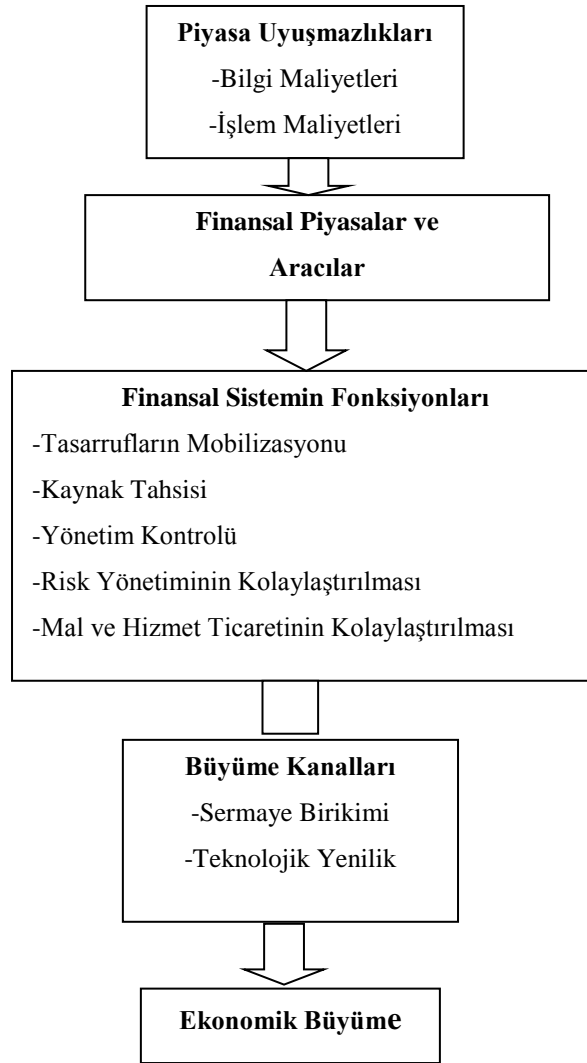
Finansal sistem sermaye birikimini üç şekilde etkilemektedir (Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 1999). Birincisi, finansal sistemler ödünç verenler ile ödünç alanlar arasında bilgi ve işlem maliyetlerini azaltarak tüketim, yatırım ve sermaye birikiminin de dahil olduğu diğer kullanımlar alanları için kaynaklar sağlar.

İkincisi, finansal sistemler uzun dönemli yatırımları daha çekici hale getirmek suretiyle, ekonomideki karar birimlerinin tasarruf kararlarını değiştirebilirler. Eğer finansal araçlar ve piyasalar onların fonlamayı planladıkları yatırım projelerinin güvenilirliği konusunda tasarruf sahiplerini ikna edemezse, bu durumda tasarruf sahipleri tasarruf etmekten vazgeçerek tüketim yapmayı tercih edebilir.

Üçüncüsü, finansal araçlar fonları daha verimli alanlara (tasarruflara daha yüksek getiri sağlayan alanlara) tahsis ederek sermaye birikimini etkiler. Çünkü daha yüksek getiri oranı tüketimin maliyetini ya da tasarruf etmemenin maliyetini artırarak daha fazla tasarrufu cazip hale getirebilir.

Yatırım ve tasarruftaki değişimin ekonomik büyüme üzerine etkileri Solow'un ve Swan'ın neoklasik büyüme modelleriyle gösterilebilir. Ekonomi daha yüksek çıktı seviyesine ulaşırken tasarruftaki bir artış daha yüksek sermaye stokuna; dolayısıyla, daha yüksek çıktı seviyesine ve geçiçi olarak daha hızlı kişi başı gelir artışına yol açar. Sermaye birikimi ya da girdi, diğer üretim faktörleri üzerinde yayılma etkisine (spillover effect) sahipse, ekonomik büyüme oranı üzerinde uzun dönemde sürekli bir artışa yol açabilir. Örneğin Lucas modelinde bir işçinin beşeri sermayesinin artması diğer işçilerin verimliliğini artırır. Diğer bir örnek; Romer modelinde AR-GE, firmaların maliyete katlanmaksızın uzun dönem büyüme oranını artıran mevcut bilgi birikimini artırır (Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 1999).

Finansal gelişmenin büyümeyi etkilediği diğer temel kanal olan teknolojik yeniliktir. Finansal sistem teknolojik yeniliklerin çeşitlendirilmesine izin vererek büyümeyi etkileyebilir. Firmaların tercih ettiği yüksek risk/ödül tercihinde firmalara seçme olanağı verir. Finansal araçlar, ilave fon sağladıklarından, dış finansman ihtiyacı olan yeni kurulmuş firmalara kaynak sağlamada da en uygun finansman kaynağıdır. Finansal araçlar, piyasalar ve kurumlar bilgi ve işlem maliyetlerinin azaltılması için ortaya çıkmışlardır. Finansal düzenlemeler piyasa anlaşmazlıklarını iyileştirmek amacıyla ekonomik birimlerin karşılaştığı kısıtlamaları ve teşvikleri değiştirirler. Bundan dolayı finansal sistem tasarruf oranlarını, yatırım kararlarını, teknolojik yenilikleri ve böylece uzun dönemli ekonomik büyümeyi etkileyebilir (Beck, Demirgüç-Kunt, & Levine, 1999). Yukarıda anlatılan finansal sistemin büyümeyi etkileme süreci aşağıdaki şekilde özetlenmiştir (Levine, 1997).



**Şekil 6: Finans-Büyüme İlişisine Teorik Bir Yaklaşım**

### 2.1.1.Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisinin Yönü Üzerine Görüşler

“ Finansal gelişme mi büyümeye neden olur” ya da “büyüme mi finansal gelişmeye neden olur”, tartışması hep var olmuştur. Bu tartışma Patrick’in (1966) çalışmasının ardından bilinçli olarak irdelenmeye başlanmıştır. Bu açıdan finansal gelişme ve büyüme arasındaki nedensel ilişkiyi ifade eden dört farklı görüşten bahsedilebilir: (i) finansal gelişmenin büyümeye neden olduğunu iddia eden arz yönlü savunucular, (ii) büyümenin finansal gelişmeye neden olduğu tezini ileri süren talep yönlü savunucular, (iii) bu iki görüş arasında kalanlar ve (iv) büyüme ve finansal gelişme arasında ilişki olmadığını öne sürenler.



**i) Arz Yönlü Görüş:** Finansal gelişemenin büyümeye neden olduğu görüşünü savunanlar arz yönlü savunucular King ve Levine (1993) ve Levine (2000) sayılabilir (Calderona & Liub, 2003). Finansal gelişemenin büyümeyi pozitif etkilediğini ileri süren arz yönlü görüşe göre; finansal sistem, kaynakların geleneksel sektörlerden yenilikçi sektörlerle transferini sağlar. Yenilikçi sektörlerdeki artış girişimciliğin yaygınlaşmasına yol açarak büyümeye neden olmaktadır (Patrick, 1966). Arz yönlü görüşte, finansal gelişme finansal hizmetlere olan talebi artırarak büyüme üzerinde önemli bir etki yaratır. Literatürde yapılan çalışmalar, finansal araçların gelişmişlik düzeylerinin büyüme üzerinde önemli etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

**ii) Talep Yönlü Görüş:** Goldsmith (1969) ve Jung (1986) büyümenin finansal gelişmeye neden olduğunu savunan talep yönlü görüşün destekçileri olarak anılmaktadır (Calderona & Liub, 2003).

Talep yönlü yaklaşımda, finansal gelişme ekonomik büyümenin sonucu olarak meydana gelir ve finansal araçlar ekonomik faaliyetleri desteklemezler. Görüşü savunanlara göre, finansal araçlar büyüme sürecinde pasif bir role sahiptirler ve finansın aslında reel sektörde meydana gelen değişimlere tepki verdiğini iddia ederler. Bu görüşe göre ekonomik büyüme arttığı zaman finansal hizmetlere yeni ve ilave talep sağlar. Böylece büyümenin sonucu olarak finansal kurumlar, finansal hizmetler artarak finansal gelişmişlik meydana gelmektedir (Patrick, 1966).

**iii) Arz ve Talep Yönlü Görüş Arasında Kalanlar (Gelişme Sahfası Hipotezi):** Finans ve büyüme arasında karşılıklı ilişkinin olduğunu savunmaktadır. Ekonomik büyüme finansal hizmetler için talep yaratır. Karşılığında finansal araçların hizmetleri ekonomik büyümeyi destekler ya da fonları havuzlama, riski çeşitlendirme, likidite yönetimi, projeyi değerlendirme ve yönetme ile büyümeyi kolaylaştırır. Aynı zamanda finansal sektörün gelişimiyle, teknolojik etkinlik, ölçek ekonomileri ve yaparak öğrenme artacağından büyümeyi hızlandır.

Greenwood & Jovanovic (1990), Bencivenga & Smith (1991), yaptığı çalışmalarda karşılıklı ilişkinin olduğunu göstermektedir. Bu yazarlara göre, finansal sistemin gelişmesi yatırımın etkinliğini artırarak büyümeyi desteklerken; büyüme ise, finansal sisteme katılımı uyatarak finansal sistemin gelişimine katkı sağlamaktadır.

Ekonomik gelişmenin ilk aşamalarında finansal gelişmenin büyüme desteklediğini ve arz yönlü olduğunu; ancak, ekonominin gelişmesiyle birlikte bu durumun tersine döndüğünü ve talep yönlü olduğunu söylemektedir. Ekonomik gelişmenin ilk aşamalarında arz yönlü finansın daha baskın olmasının nedeni, teknolojik yenilikleri istihdam eden yatırımları finanse edebilmeyi mümkün kılarken ekonominin gelişmesi artışı sürece talep yönlü finansın daha baskın olacağını söylemektedir (Yeniçel, 2009).

*iv) Büyüme ve Finansal Gelişme Arasında İlişki Olmadığını Savunan Görüşler:* Bu görüşe göre, büyüme ve finansal gelişme arasında herhangi bir bağlantı yoktur. Örneğin Lucas (1988) çalışmasında finansal gelişme ile büyüme arasında ilişkinin varlığını reddetmektedir (Apergis, Filippidis, & Economidou, 2007). Lucas, finansal gelişmenin öneminin büyüme üzerinde etkisinin aşırı derecede abartıldığını; bu yüzden finansal kurumların gelişmesinin büyümeyi sınırlayıcı bir etkiye sahip olduğunu vurgulamaktadır (Lucas, 1998).

### **2.1.2. Finansal Gelişme ve Büyüme Arasında İlişkiyi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar\***

İktisatçılar büyümenin sağlanmasında finansal gelişmenin önemliliği ile ilgili farklı fikirler ileri sürmüşlerdir. Bagehot (1873) ve Hicks (1969) finansal gelişmenin sermaye hareketliliğini kolaylaştırarak İngiltere’de sanayinin gelişmesinde kritik rol oynadığını iddia etmektedir. Schumpeter ise, iyi örgütlenmiş bankaların başarılı bir şekilde yenilikçi ürünlerin ve üretim süreçlerinin uygulanmasını girişimçilere daha iyi fırsatlar sunarak onları fonlama ve teknolojik yenilikleri teşvik ettiğini iddia etmiştir (Schumpeter, 1911). Finansal araçların ekonomik büyüme üzerindeki rolüne ilişkin Gurley ve Shaw’nın çalışmaları oldukça tanımlayıcıdır. İlişkinin yönüne ilişkin çalışmalar Patrick (1966) tarafından gerçekleştirilmiştir. Büyüme ve finansal gelişme üzerine yapılan çalışmalar başlangıçta, finansal gelişme ve büyüme arasında tek yönlü ilişkinin olduğunu (arz yönlü) göstermiş; ancak daha sonraki çalışmalar nedenselliğin yönünü tersine çevirerek ( talep yönlü) ilişkinin olduğunu da göstermiştir.

---

\* Ek-1 Finansal gelişme ve büyüme arasında ilişkiyi inceleyen teorik ve ampirik bazı çalışmaların özeti yer almaktadır.

Son yıllardaki çalışmalar, finansal araçların ekonomik faaliyetlerdeki rolünü açıklamaya yöneliktir. Örneğin, Goldsmith (1969), Shaw (1973) ve Levine (1997- 2002) araştırmacılar finansal gelişmenin ekonomik büyüme için bir ön koşul olduğunu belirten kanıtlar bulmuşlardır.

Bu çalışmaların sonuçları finansal sistemin doğrudan ya da dolaylı olarak ekonomik büyümeyi etkilediğini vurgulamaktadır. Aksine bazı iktisatçılar da, örneğin Robinson, girişimcilerin finansal akımlara neden olduğunu ileri sürmektedir. Bu görüşe göre, ekonomik büyüme finansal araçların türleri için talep yaratmakta ve finansal sisteminde otomatik olarak bu talebe cevap vermektedir.

Bazı iktisatçılarda büyüme ile finansal gelişme arasında ilişkinin önemli olmadığını iddia etmektedir. Örneğin, Lucas büyüme üzerinde finansal faktörlerin rolünün aşırı derecede baskıcı olduğunu ileri sürerek, iktisatçıların büyümeyi göz ardı ederek finansal sistemin rolünü ön plana çıkarmalarına şüphe ile bakmaktadır.

Goldsmith (1969) ülkeler arası çalışmasında finansal sistemin gelişmişliğinin büyüme üzerinde pozitif etkide bulunduğunu belirtmiştir; ancak finansal yapı ile büyüme arasında ilişkiyi göstermek mümkün değildir.

King ve Levine (1997), finansal göstergeler ve büyüme arasında pozitif ilişki olduğunu göstermek amacıyla, IMF verilerinden elde edilen çeşitli finansal göstergeleri kullanmışlardır. Çalışmalarının sonuçları; finansal gelişme, büyüme oranları, sermaye birikimi ve ekonomik verimlilik arasında güçlü bir ilişkinin olduğunu göstermiştir. Ayrıca, finansal araçların etkinliği üzerine uygulanan politikaların ilk doğrudan etkinin büyüme üzerine olacağını da vurgulamışlardır.

Demetriades ve Hussein (1996) Asya ülkelerini kapsayan çalışmasında, 1965-1992 yılları arasında Asya ülkelerine ait yıllık verileri kullanarak finansal gelişme ve büyüme arasında ilişkinin olup olmadığını araştırmışlardır. Yapılan çalışmanın sonucuna göre, sadece Sri Lanka örneğinde finansal yönelimli büyüme hipotezini arz yönlü yapıyı, Pakistan için ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olduğunu yani talep yönlü yapıyı destekleyen sonuçlar bulmuşlardır. Diğer ülke örneklerinde (Hindistan, Güney Kore ve Tayland) ise finansal gelişme ve büyüme arasında karşılıklı ilişkin olduğunu destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır.

Levine ve Zervos (1998) çalışmasında, finansal sistemin ekonomik büyüme için önemli olup olmadığı test edilmeye çalışılmıştır. Bu çalışma borsa gelişmişliği ve uzun dönemli büyüme arasında güçlü ampirik ilişkinin olup olmadığını incelemektedir. Yatay kesit (Cross-country) büyüme regresyonları borsa gelişmişliğinin uzun dönemli büyüme ile pozitif ve güçlü bir ilişkinin olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (1999) araştırmalarında, ekonomi büyüme için finansal gelişmenin önemini belirtmişlerdir. Elde ettikleri sonuca göre, bankacılık sektörünün boyutu ve borsanın likiditesi ve boyutu, kişi başı reel GSYİH ile önemli derecede ilişkilidir. Dahası ortaya çıkan kanıtlar hem bankacılık sektörü gelişim seviyesi hemde borsa gelişim seviyesi ekonomik büyüme üzerinde nedensel bir etkiyi ortaya çıkartmıştır.

Levine, Loayza ve Beck (2000), 1960 -1995 yılları arasında 74 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklerini alarak büyüme üzerinde finansal gelişme gibi dışsal bileşenlerin etkisini kısmi olarak açıklayan finansal gelişme ve çıktı artışı arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Bu sonuçlar finansal gelişmenin büyümeyi artırıcı hipotezini destekleyen sonuçlar olarak yorumlanmıştır.

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001), Pakistan örneği çalışmasında bankacılık sektörü tarafından sağlanan krediler ve büyüme arasında önemli derecede ilişki olmadığını gösterir. Ayrıca talep yönlü ilişkinin varlığını teyit eden sonuçlar da bulmuştur. Sonuca göre, reel GSMH, M2 para arzına dayalı finansal gelişme üzerinde etkisini ortaya çıkarır. Bunlara ilaveten, sermaye piyasasına dayalı finansal sistemin büyüme üzerinde bankacılık sektörüne dayalı finansal sistemden daha güçlü etkisinin olduğunu göstermiştir.

Calderona ve Liu (2003) tarafından 109 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışma ve Christopoulos ve Tsionas (2004) tarafından yapılan 10 gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmanın her ikisinde de arz yönelimli hipotezi destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Ayrıca finansal derinlik daha fazla gelişmekte olan ülkelerde nedensel ilişkiye katkı sağlar.

Al-Zubi, Al-Rjoub ve Abu-Mhareb (2006), Levine tarafından geliştirilen bir modeli yedi Arap ülkesinin 1980-2001 dönemlerini kapsayan verileri için panel veri tekniğini kullanmıştır. Analiz sonuçlarında finansal göstergelerin ekonomik büyümeyi etkilemediği yönünde bulgulara ulaşmıştır. Modifiye edilen model ekonomik faaliyetlerde kamu sektörünün ağırlığı finansal sektörün hala tam gelişmemiş olmasını dolayısıyla finansal sistemin fonksiyonlarını verimli şekilde yerine getirebilmesi için daha iyi örgütlenmiş olması gerektiğini göstermiştir.

Shan (2006), çalışmasında OECD ülkeleri ve Çin ülkesine ait çeyrek verileri kullanarak finansal gelişme ve büyüme arasında ilişkiyi incelemiştir. Geleneksel Granger nedensellik yaklaşımından farklı olarak VAR modelinde varyans ayrıştırması ve etki-tepki fonksiyonu kullanılmıştır. Sonuçta finansal gelişmenin büyümeye neden olduğu hipotezini destekleyen zayıf bir ilişki bulmuştur.

Apergis, Filippidis ve Economidou (2007) finansal gelişme ve büyüme arasında ilişkiyi incelemek için 65 ülke (15 OECD ve 50 OECD üyesi olmayan ülke ) kullanarak, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler örneğini 1975-2000 yılları arasında değerlendirmiştir. Genelde sonuçlar ülke örnekleri için test edilen bütün farklı finansal göstergeler finansal gelişme ve büyüme arasında ilişki açısından pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Bangake ve Eggoh (2011) çalışmasında finansal gelişme ve büyüme arasında ilişki 1964-2004 yılları arasında 71 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ait veriler panel veri yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmanın sonuçları literatürle paralellik göstermektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre hem kısa dönem hemde uzun dönemli ilişkide ülke grupları arasında nedenselliğin yönü farklılıklar göstermiştir. Düşük ve orta gelirli ülkelerde finansal gelişme ve büyüme arasındaki kısa dönemli ilişkinin olmadığı ve yüksek gelirli ülkelerde ekonomik büyümenin önemli ölçüde finansal gelişmeyi etkilediği bulgularına ulaşılmıştır.

Kar, Nazlioglu ve Agır (2011) çalışmasında finansal gelişme ve büyüme arasındaki doğrudan nedensellik ilişkisi MENA ülkeleri için incelenmiştir. 1980-2007 yılları için 15 MENA ülkesine ait veriler panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Finansal gelişmeyi farklı yönlerden değerlendirebilmek için altı farklı gösterge kullanılmıştır. Finansal gelişmeye ait göstergelerin hepsinin büyüme ile

nedensel ilişkisi mevcut değil ve bulguların ülkelerin özelliklerine göre şekillendiğini göstermektedir.

Hassan, Sanchez ve Yu (2011) çalışmasında gelir düzeylerine göre sınıflandırılmış 168 ülkenin verileri panel veri yardımıyla incelenmiştir. Hem uzun dönemde hem de kısa dönemde örneklemedeki birçok ülke için finansal gelişme ve büyüme arasında karşılıklı pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşılrken; kısa dönemde sadece en fakir iki ülkede büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedenselliğin olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca büyüme açıklama diğere değişkenlerin (dış ticaret ve kamu harcamalarının) önemli etkisinin olduğu bundan dolayı finansal gelişmenin sürdürülebilir büyüme için yeterli koşul olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ayadi, Arbak, Ben-Naceur ve De Groen (2013) çalışmasında Akdeniz ülkelerine ait 1985-2009 dönemleri verilerini panel veri yardımıyla incelenmiştir. Finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada banka düzenlemelerinde yetersizlikler ve eksikliklerin büyüme olumsuz etkilediği; sermaye piyasasında ise, borsa büyüklüğü ve likiditenin büyüme üzerinde önemli etkide bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Gehring (2013) çalışmasında finansın büyüme üzerine etkisini araştırmaktadır. Çalışmada finans sisteminin büyüme hem pozitif hem de negatif olarak etkilediğini ortaya koymuştur. Finansal gelişmenin pozitif etkisi doğrudan verimlilik dinamiklerini harekete geçiren büyüme kanallarını oluşturduğunda meydana gelmektedir.

## **2.2. FİNANSAL GELİŞME VE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM İLİŞKİSİ**

Finansal sistemin DYY faaliyetlerinin çekilmesinde önemli fonksiyonları vardır. Bu fonksiyonlar; yatırım sermayesinin ödenmesi, denizaşırı ülkelere para transferi, yapı malzemesi, işçilik maliyeti ve hammadde ödemeleri, satış sonrası işlemler, ülke dışına gelir transferini gerçekleştirme ve diğere işlemler olarak sıralanabilir.

Finansal gelişmişlik ev sahibi ülkenin içselleştirme (absorptive) kapasitesini hızlandırmaktadır. Ayrıca ev sahibi ülkedeki doğrudan yabancı yatırım işlemlerini kolaylaştırma açısından hayati bir bileşendir.

Ev sahibi ülkeler sermaye yatırımı ve döviz faaliyetlerin içselleştirilmesi (absorbe) için finansal sistemin gelişmişliğine ihtiyaç duymaktadır. Bir bitkinin gövdesi gibi finansal sistemde DYY dağılımını absorbe etmesi açısından önemli rol oynamaktadır (Nguyen, Duysters, Patterson, & Sander, 2008).

Finansal gelişmişlik kaynakların verimli şekilde tahsisini gerçekleştirir. Bu şekilde DYY'ler ülkenin içselleştirme (absorptive) kapasitesinin artmasını sağlar. Nispeten daha gelişmiş finansal sistemler DYY'ler ile ilgili teknolojik yayılma sürecine katkı sağlar. Bir önceki bölümde, yeni büyüme teorileri açıklanırken, teknolojik değişimin ekonomik büyüme üzerinde etkileri vurgulanmıştı. DYY'lerin ev sahibi ülkelerin sermaye oluşumunu artırmasının yanı sıra; yeni teknolojilerin ülkeye girişini sağlamak suretiyle, yeni üretim süreci ve tekniklerini, yönetici becerilerini ve yeni sermaye ürünlerinin çeşitlerini vb. ülkeye çekerek ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelerin yeni teknolojilerini kendilerine uyarlayabikleri ölçüde ekonomik büyümenin gerçekleştirilebildiği vurgulanmaktadır (Hermes & Lensink, 2003).

Gelişmekte olan ülkelerde ve özellikle de azgelişmiş ülkelerde ekonomik büyümenin sağlanmasında, kırsal bölgelerde verimlilik artışına katkı sağlayan tarımsal kredilerin ve özel sektöre katkı sağlayan KOBİ desteklerinin rolü büyüktür. Ancak, sözkonusu ülkelerde finansal sistem yeterince gelişmediğinden bu kaynaklara ulaşılma zorluğu yaşanmaktadır. Gelişmiş ülkelerin finansal gelişim düzeylerine bakıldığında ise, onların özel sermaye akımlarını çeken daha gelişmiş finansal sistemlere sahip olduğunu görülmektedir (Karikari, 2010). Diğer bir deyişle, gelişmiş finansal sistem doğrudan ya da dolaylı olarak yabancı sermayenin ülkeye girişini kolaylaştırmaktadır. Bundan dolayı, gelişmiş finansal sisteme sahip olan ülkelerin finansal ve ticari anlamda dış dünya ile diğerlerine nispeten çok daha fazla bütünleştiği görülmektedir (Obstfeld, 1994).

Diğer sektörlerde olduğu gibi finansal sektörde de yabancı sermaye girişinin teorik olarak sermayenin yanı sıra bilgi ve teknolojik yenilik getireceği beklenir.

Böylece rekabeti ve verimliliği artırarak ekonomiye büyümeye katkı sağlayacağı beklenmektedir (Günel, 2007; Türkan & Polat, 2013). Yabancı finansal kuruluşların finansal sisteme dahil olması yabancı kuruluşların yerli kuruluşlarla rekabete girmesine neden olmaktadır. Artan rekabet ise, yerli finansal kurumlarının verimliliğinin artmasını, işlem maliyetlerinin düşmesini; dolayısıyla da tasarrufların yatırımlara tahsisinin etkin şekilde gerçekleşmesini sağlamaktadır. Böylece verimliliğe neden olarak büyümeye katkı sağlaması beklenmektedir.

Ayrıca DYY girişleri ile finansal ürün çeşitliliği artmakta, finansal kuruluşların kurumsal büyümesini hızlandırmakta ve böylelikle istihdamın artmasına katkı sağlayabilmektedir (BDDK, 2013).

### **2.2.1. Finansal Gelişme ve Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar<sup>†</sup>**

Finansal gelişme ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiler çeşitli çalışmaların araştırma konusunu olmuştur. Örneğin, Hericourt ve Poncet (2012) çalışmasında, Çin’de firmaların finansal olarak sınırlandırılma boyutunu inceleyerek finansal sistem başarılarının değerlendirilmesi yapılmaktadır. Çalışmada DYY’lerin Çin’in reel sektör firmalarını fonlamada rolü ve Çin’e gelen yabancı yatırımın, yerli firmaların kredi kısıtlamalarını azaltmada etkisi incelenmiştir. 2000-2002 dönemi boyunca 1.300 yerli firmaya ait veriler kullanıldığı çalışmada, DYY’lerin yabancı firmalar ile özel yerli firmaların sınır ötesi ilişkilerin geliştirilmesine engel olan yurtiçinde karşılaştıkları mali ve hukuki engelleri aşılmasına yardımcı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Samadi, Fathi ve Tahmasebi (2011), DYY geliştirmekte olan ülkelerde finansal gelişme üzerindeki yozlaşmayı azaltıp azaltmadığını araştırmaktadır. 1996-2009 yılları arasında 8 geliştirmekte olan ülke verileri panel veri tekniği yardımıyla incelenmiştir. Sonuçlar DYY’lerin finansal gelişme üzerindeki negatif yozlaşma etkisini azalttığını göstermektedir.

---

<sup>†</sup> Ek 2 Finansal gelişme ve doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişkiyi inceleyen teorik ve ampirik bazı çalışmaların özeti yer almaktadır.



Dutta ve Roy (2008) göre, finansal gelişmenin bir ekonomiye doğrudan yabancı yatırım girişinin belirleyicisi olduğu tartışmasız doğrudur. Ancak, finansal gelişmenin katkısı ülkenin siyasi ortamına bağlıdır. Daha yüksek siyasi istikrar finansal kurumların DYY'lerden daha fazla faydalanmasına yardım eder. 97 ülkeye ait veriler panel veri tekniği yardımıyla incelendiği çalışmada, finansal gelişmenin DYY üzerine etkisi finansal gelişmenin eşik seviyesine kadar olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır; ayrıca siyasi risk faktörü finansal gelişmenin eşik seviyesini değiştirerek ilişkiyi etkileyebilmektedir.

Otchere, Soumeré ve Yourougou (2011) çalışmasında DYY, finansal gelişme arasında ilişki Afrika örneğinde incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, hisse senedi piyasaları nispeten daha az likit ve daha az şeffaf olan Afrika'da DYY finansal piyasa reformları için bir itici güç olabilir. DYY'ler, finansal piyasaların şeffaflığını ve derinliğini arttırıcı bir mekanizma sağlayabilirler. Diğer taraftan, iyi işleyen finansal piyasalar üretken sektörlere daha verimli yabancı yatırımları kanalize ederek, yabancı yatırımcıların daha fazla değer yaratmasına katkı sağlamaktadır. Dolayısıyla finansal gelişme ülkenin yabancı yatırımlar için daha fazla cazip hale gelmesine yardımcı olabilir. Ayrıca, kısa vadede DYY ve finansal gelişme arasında karşılıklı ve eş zamanlı bir ilişki ortaya çıkmıştır.

Memon, Khoso ve Laghari (2011) çalışmasında, DYY'lerin işgücü verimliliği ve finansal gelişme yoluyla büyüme üzerine etkisi 2001-2008 yılları arasında Asya ülkelerine ait veriler panel regresyon modeli kullanılarak incelenmiştir. Bu çalışmanın bulguları Asya ülkeleri ile sınırlıdır. Çalışmanın sonuçları finansal gelişmenin olduğu ülkelerde DYY'lerin büyümeyi pozitif etkilediğini ortaya koymuştur.

Soumaré ve Tchana (2011), araştırmalarında DYY ve finansal gelişme göstergeleri olarak borsa göstergeleri ve bankacılık sektörü göstergelerini kullanmışlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre, DYY ve borsa göstergeleri arasında çift yönlü ilişki vardır ve bankacılık göstergeleri ile DYY arasındaki ilişkinin belirsiz olduğu görülmektedir. Sonuçlar finansal gelişme göstergeleri olarak seçilen değişkenlere göre değişebilmektedir.

Soumia ve Abderrezak (2013) çalışmasında Kuzey Afrika ülkeleri için DYY, finansal bütünleşme ve büyüme arasında ilişki incelenmiştir. Ampirik çalışmada veriler dinamik panel sistemiyle incelenmiştir. Belirli finansal gelişmişlik düzeyinde DYY'lerin büyüme üzerinde pozitif rol oynadığı gözlenmiştir.

Çetin ve Şeker (2014), OECD ülkelerine ait 1996-2011 dönemi verilerini kullanarak ticari açıklık ve finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerine etkisini, lineer panel veri modelleri kullanarak incelemiştir. Sonuçlara göre ticari açıklık ve finansal gelişme değişkenleri uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilemektedir. Panel VAR modeline dayalı Granger nedensellik analizine göre söz konusu değişkenlerden doğrudan yabancı yatırımlara doğru bir nedenselliğin olduğu gözlenmiştir. Böylece ticari açıklık ve finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri olduğunu ortaya koymaktadır.

### **2.3. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE BÜYÜME ARASINDA İLİŞKİ**

Gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) büyüme için gerekli olan finansal kaynakları dış borçlar yoluyla elde etmişlerdir. Fakat bu ülkelerin ekonomik sıkıntıya girmeleri gelişmekte olan ülkelerin farklı kaynak bulma arayışına itmiştir. Bunlardan biri olan DYY 'lar bu ülkelerin hem gelişmelerinde engel teşkil eden tasarruf yetersizliğinin giderilmesi hemde gelişme hızını yakalayabilmesi için gerekli olan yatırım mallarının ithali için finansman, teknoloji ve bilginin ülkeye transferi için bir araç olarak görülmektedir. DYY'ler ev sahibi ülke ekonomisine istihdam, gelir, fiyat ve ödemeler dengesi üzerinde doğrudan etkiye sahiptir (Dönmez, 2009). DYY'ler ev sahibi ülkeyi çeşitli şekillerde etkileyebilmektedir. DYY'lerin ülke ekonomisine ilk etki kanalı sermaye yetersizliği çeken ülkeler için önemli bir sermaye kaynağı olmasıdır. Böylece ülkelerin yatırımları artmakta ve büyümeye neden olmaktadır. İkinci etki kanalı ödemeler dengesi üzerindedir. DYY hem cari hesap hem de sermaye hesabı üzerinde etkide bulunabilmektedir. ÇUŞ'ların ülkeye yatırım yapmasıyla ihracat artar, ithalat azalır. Dolayısıyla cari hesap pozitif etkilenebilmektedir.

Üçüncü kanal ise ÇUŞ'ların ev sahibi ülkeye yeni teknoloji ve yeni üretim teknikleri (Know-How) getirmesidir. Böylece yerli firmalar AR-GE harcaması

yapmak yerine yabancı firmaların yeni teknolojilerinin kendilerine uyarlamaya çalışmaktadır. Yerli firmalar sadece yabancı firmaların teknolojisini almaz, yönetici yeteneklerini, ihracat yöntemlerini de alırlar. Teknoloji ve yeni üretim teknikleriyle ülkenin üretim seviyesini artırarak ülke ekonomisine pozitif katkı sağlamaktadır. Aynı zamanda rekabet etkisi yaratarak yerli firmaların piyasa paylarını korumak, yabancı rakipleriyle yarışır duruma gelebilmek için kendilerini geliştirmek zorunda bırakmaktadır. Yabancı firmaların varlığının aşırı artması piyasada olumsuz etkilere de neden olabilmektedir. Teknoloji üstünlüğüne sahip yabancı firmaların artması yerli firmaları dışlama etkisi yaparak piyasadaki çekilebilmelerine yol açmaktadır (Bakın, 2011).

Neo-klasik teoriye göre DYY toplam yatırım miktarını ve etkinliğini artırarak ekonomik büyümeyi katkı sağlaması beklenmektedir. Fakat DYY'nın ülkeye katkısı ülkeden ülkeye ve sektörden sektöre farklılık göstermektedir. Bunun nedeni ülkelerin farklı düzeylerde kaynaklara sahip olması teknolojik ve bilgiyi içselleştirme düzeylerine göre değişebilmesinden kaynaklanmaktadır (Ekinci, 2011).

### **2.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Büyüme Arasında İlişkiyi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar<sup>‡</sup>**

Doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardan Reichert ve Weinhold (2001) çalışmasında, DYY'ların büyümeye etkisinin olup olmadığını göstermek için 24 gelişmekte olan ülkelerin 25 yıllık verileri kullanılarak test edilmiştir. Böylece DYY ve büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin belirlenmesinde panel veri analizi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, DYY'lerin büyüme üzerinde pozitif etkisinin olduğunu göstermiştir.

Hsiao ve Shen (2003) çalışmasında, 1976 ve 1997 yılları arasında 23 gelişmekte olan ülkenin doğrudan yabancı yatırım belirleyicilerini analiz etmek için bir panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışmada Çin ve 23 gelişmekte olan ülkenin reel gayri safi yurtiçi hasıla (RGSYİH) ve reel DYY arasında istatistiksel bir ilişkiyi analiz etmek için zaman serisi verileri kullanılmıştır. Zaman serisi analiz sonuçlarına göre, DYY ve büyüme arasında karşılıklı ilişki bulunmuştur. Çin'deki veriler

---

<sup>‡</sup> Ek 3 Doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme arasında ilişkiyi inceleyen teorik ve ampirik bazı çalışmaların özeti yer almaktadır.

DYY'lardaki % 1 artması büyümede kısa dönemde % 0.0485 ve uzun dönemde % 7.548 artışa yol açacaktır. RGSYİH'daki % 1' lik büyüme DYY'de kısa dönemde % 2.117 ve uzun dönemde ise % 34 artışa yol açmaktadır. Panel veri analiz sonuçlarına göre ise, tahmin edilebilir politika, devlet kurumlarına güven, şehirlerin altyapı gelişimi ve düşük vergi oranlarının taahhüt edilmesi DYY çekme konusunda önemli faktörlerdir.

Moosa (2009) çalışmasında, 18 Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkelerini kapsayan veriler üzerinde kesit veri analizi yapılarak DYY'lerin belirleyicileri incelenmiştir. Araştırma sonucunda, büyüyen ekonomilerin, eğitime ve AR-GE'ye önem veren ülkelerin, düşük riskli ülkelerin ve yüksek getiri sağlayan ülkelerin DYY çekme konusunda diğer ülkelere göre daha avantajlı olduğunu ortaya koymuşlardır.

Orji ve Mba (2011) çalışmasında, DYY, sermaye birikimi ve ekonomik büyüme arasında ilişkinin olup olmadığı araştırılmıştır. Nijerya verileri kullanılarak bu değişkenler arasında ilişki iki aşamalı en küçük kareler yöntemiyle incelenmiştir. Araştırmada, ekonomik büyüme üzerinde sermaye birikiminin ve DYY'lerin uzun dönemde etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aizhan ve Diana (2013) araştırmasında, DYY'lerin Kazakistan'ın ekonomik büyümesi üzerindeki etkisi incelenmiştir. Kazakistan'ın bağımsızlığını kazanmasından sonra artan DYY'lerin büyümeye önemli derecede katkı sağladığı gözlemlenmiştir. Ancak DYY'lerin petrol, doğalgaz vb. arama ve çıkarma gibi doğal kaynaklara yoğunlaşmış olması nedeniyle, imalat sanayine yabancı sermaye çekilememiştir. Bu durum teknolojik gelişmenin sınırlı kalmasına ve ihracatın çeşitlendirilememesine yol açmaktadır. Bu nedenle uzun dönemde büyümeyi olumsuz etkileyeceği düşünülmektedir.

#### **2.4. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR, FİNANSAL GELİŞME VE BÜYÜME ARASINDA İLİŞKİ**

İktisadi teoriler ekonomik büyümenin iki şekilde gerçekleştirilebilir olduğunu göstermektedir. Birincisi üretim faktörlerinin miktarındaki artış; ikincisi ise, bu kullanılan faktörlerin verimliliğindeki artıştır. Bundan dolayı büyümeyi,

yatırımdaki artış (sermaye birikiminde artış) ve yatırımların verimliliğindeki artışlar tetiklemektedir (De-Gregorio, 1998).

Fiziki sermaye stokuna yapılan net ilave olarak tanımlanabilen yatırım ulusların üretim kapasitesinin artmasını sağlayan önemli bir faktördür. Sermaye akımları yerli yatırımları artırarak ekonomik büyümeye katkı sağlayabilir. Neo-klasik büyüme modellerinin açık ekonomi versiyonuna göre; sermaye akımları, sermayenin marjinal verimliliğinin yüksek olduğu sermaye zengin ülkelere, sermaye yoksun ülkelere doğru hareket etmektedir. Böylece artan sermaye birikimi büyüme oranını artıracaktır. Dış tasarruflardaki artış yurtiçi tasarruf açığını azaltarak fiziksel sermaye birikimini artırır. Sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesiyle elde edilen kazançlar net sermaye akımlarından ziyade sermayenin daha verimli olarak kullanılmasıyla elde edilebilir. Bu diğer sermaye türlerinden çok DYY ile olabilir. DYY uluslararası ekonomik bütünleşmenin temel bileşenidir. DYY, ekonomiler arasında istikrarlı ve uzun dönemli bağlantılar kurulmasını sağlar. DYY teknoloji ve know how'ın ülkeler arasında transferini sağlar (Kothe & Gestrin, 2013). Böylece DYY ev sahibi ülkede rekabeti artır, ülkedeki firmaların verimliliği artırarak büyümeye olumlu etki edebilmektedir (Mclean & Shresta, 2002).

DYY ile ülkeye gelen teknolojiler ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesinde ve sürdürülmesinde çok önemli olduğundan, bu tür teknolojiler gelişmekte olan ülkeler için gereklidir. Teknoloji, bir kuruluşu çalıştırmak için gerekli olan bilgi ve makine olarak tanımlanırsa; teknoloji transferi, hem beceri, teknik ve know-how, hem de makine transferi ve diğer sermaye donanımının (somutlaşan teknolojisi) transferi olarak tanımlanabilir (Wie, 2005). Teknoloji transferinin sayısız kanalları arasında bulunan DYY'ler, evsahibi ülkenin verimliliğinin artmasında büyük etkisi olan unsur olarak tanımlanmaktadır (Chuang & Lin, 2007). DYY ile gelen teknolojinin yayılmasını kolaylaştıran finansal sistemlerin rolü bu noktada önemlidir.

Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkeler için DYY'lerin bir başka önemi de tasarruf açığının kapatılmasını sağlamasıdır. Net sermaye stoğuna ilave olan DYY'ler; sermayenin verimliliğini, rekabet artışı, olumlu teknolojik dışsallıklar ve hızlandırılmış yayılma etkisi yoluyla artırır (Hsiao & Shen, 2003).

Ayrıca, yabancı yatırım girişleri, yurtiçi yatırım seviyesini artırmada gerekli olan önemli döviz getiri kaynağıdır. İhracat endüstrilerindeki yabancı yatırımlar doğrudan ülkenin döviz kazancını artırarak ithalatı karşılayabilecektir. Diğer bazı faydaları da artan yabancı yatırımlar sonucunda meydana gelebilmektedir. Bunlar; yeni kurulan firmalara girdi sağlama yerel firmaların kurulması ve genişlemesi, vergilendirme sonucu devlet gelirlerinde artış, beceri ve teknoloji aktarımı, beşeri sermaye oluşumu, uluslararası ticaret entegrasyonunu artırması, daha rekabetçi bir iş ortamı yaratmaya yardımcı olması şeklinde sıralanabilir.

Bu faydalarından dolayı gelişmekte olan ülkelerin DYY çekme konusunda yaklaşık son otuz yılda rekabete girişmişlerdir. Bu yarıştaki ülkeler daha rekabetçi olmak amacıyla, yeniden siyasi ve ekonomik yapılanmaya ve yatırım teşvik ajansları vasıtasıyla yatırım teşvik rejimleri uygulamaya başlamışlardır (Reichert & Weinhold, 2001).

Ayrıca gelişmiş finansal sistemlere sahip olmanın doğrudan yabancı yatırım girişleri için bir ön koşul olduğu göz önüne alındığında, ülkelerin finansal sistemlerini geliştirmeye yönelik politikalar uygulaması bu noktada önemli olmaktadır. Gelişmiş finansal sistemlere sahip ülkelerin daha az gelişmiş finansal sisteme sahip ülkelere göre, DYY'lerden daha fazla yararlandığı çoğu ampirik ve teorik çalışmada kanıtlanmıştır. Gelişmiş finansal sistemler DYY'lerin ekonomik büyüme üzerine etkisini tamamlayan önemli bir unsurdur (Choong, 2012). Çünkü finansal sistem doğrudan yabancı yatırım girişlerine göre ev sahibi ülkenin içselleştirme kapasitesini artırmakta ve kaynakların etkin şekilde dağılımını gerçekleştirmektedir (Pradhan, 2010).

#### **2.4.1. Finansal Gelişme, Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme İlişkisi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar<sup>§</sup>**

Finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çeşitli teorik ve ampirik araştırmalar mevcuttur. Hermes ve Lensink (2003)'e göre, DYY'lerin ev sahibi ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkiye sahip olabilmesi için finansal sistemin gelişmesi önemli bir ön koşuldur. Daha gelişmiş

---

<sup>§</sup> Ek 4 Finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve büyüme ilişkisi inceleyen teorik ve ampirik bazı çalışmaların özeti yer almaktadır.

finansal sistemler DYY ile ilgili teknolojik yayılma sürecine pozitif katkı sağlayabilmektedir. Bu çalışmada Latin Amerika ve Asya ülkelerinden oluşan 67 ülke verileri panel veri analiziyle finansal sektör gelişimin, DYY ve büyümeyi etkilemedeki rolü incelenmiştir. Sonuçlar, Latin Amerika ve Asya ülkelerinden oluşan 67 ülkeden finansal gelişmeye sahip 37 ülkenin, DYY çekmede diğer ülke örneklerine göre daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Lauro, Chanda, Özcan ve Sayek (2003) araştırmasında, doğrudan yabancı yatırım (DYY), finansal piyasalar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır. 1975-1995 yıllarına ait veriler kesit veri analizi (cross-country data) yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmanın sonuçları tek başına DYY'lerin büyüme üzerine etkisinin belirsiz olduğu; fakat iyi organize olmuş finansal piyasalı ülkelerin DYY'lerden önemli ölçüde faydalandığını göstermektedir.

Omran ve Bolbol (2003) çalışmasında, DYY'lerin büyümeyi uyarabilmesi ülkenin DYY'la gelen teknolojiyi içselleştirici (absorptive) kapasitesine bağlı olduğu vurgulanmaktadır. Bu kapasiteler arasında en önemlisi finansal gelişmedir. Yapılan çalışmada finansal sistemin banka temelli olduğu arap ülkelerine ait veriler panel veri analiziyle test edilmiştir. Sonuçlar, finansal gelişmenin belli eşik seviyeye ulaşması durumunda DYY'lerin büyüme üzerine etkisi önemli ölçüde arttığını ve nedenselliğin yönü ise DYY'lerin finansal gelişmeye neden olduğu şeklindedir.

Nonnenberg ve Mendonça (2004) çalışmasında, gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ana belirleyicilerini panel veri analizine dayalı olarak tahmin etmektir. Görüldüğü gibi, nitelikli işgücü, yabancı sermayeyi içselleştirme, ülkenin büyüme oranı, piyasa büyüklüğü, ülkenin risk oranı ve borsa büyüklüğü gibi faktörler DYY çekmede önemli rol oynamaktadır.

Hsu ve Wu (2006) çalışmasında finansal araçların rolü ve DYY'lerin ekonomik büyüme üzerinde etkisi 1975-2005 yılları arasında kesit veri analizi (cross-country data) tekniği ile incelenmiştir. Sonuçlara dayanarak, daha iyi organize olmuş finansal piyasaların ekonomik büyümeyi hızlandırmak için daha fazla DYY'lerden faydalanmanın gerektiğini vurgulamışlardır.

Ljungwall ve Li (2007), endojen büyüme teorileri finansal gelişme düzeyinin DYY'leri etkileyebildiğini iddia etmektedir. Finansal gelişmenin teknoloji yayılma sürecine olumlu katkı sağlayarak büyümeyi artırdığını öne sürmektedirler. Bu etkinin Çin için geçerli olup olmadığını incelemek amacıyla 1986-2003 yılları arasında 28 Çin ilinin verileri kullanılarak finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişki genelleştirilmiş momentler metodu (Generalized Method of Moment) yardımıyla incelenmiştir. Böylece DYY ve finansal gelişme etkileşiminin büyümeyi artırdığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Lee ve Chang (2009) çalışmasında 1970-2002 dönemleri yıllık veriler kullanılarak 37 ülke verileri için eşbütünleşme ve hata düzeltme modelleri yardımıyla finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Ayrıca DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü tespit edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen bulgularda, DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğunu; ancak finansal gelişmişlik göstergelerinin büyüme üzerinde DYY'lerden daha fazla etkiye sahip olduğu gözlenmiştir.

Chee ve Nair (2010), çalışmasında finansal gelişmenin büyümeyi artırmak için gerekli olan DYY'ler için bir ön koşul olup olmadığı Asya bölgesinde test edilmiştir. 44 Asya ve Okyanus ülkesinin 1996-2005 dönemleri için finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişki panel veri metodu kullanılarak incelenmiştir. Finansal gelişme, büyüme üzerinde DYY'lerin etkisini artırmaya yardımcı olduğu ayrıca finansal gelişme ve DYY'lerin büyüme konusundaki tamamlayıcı rolünün bu bölgedeki gelişmekte olan ülkeler için çok önemli olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Pradhan (2010), çalışmasında 1970-2007 yılları arasında Hindistan'da finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki uzun dönemli ilişki incelenmiştir. Johansen eşbütünleşme tekniği kullanılmıştır. Araştırmada finansal gelişme, DYY ve büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu saptanmıştır. Nedenselliğe ilişkin yapılan hata düzeltme modeli (VECM), DYY ve büyüme arasında çift yönlü, finansal gelişmeden DYY'lere ise tek yönlü nedenselliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışma Hindistan ekonomisinin büyüme ve DYY'ler için daha iyi finansal sisteme ihtiyaç duyduğunu önermektedir.



Babatunde (2011), tez çalışmasında 1980-2007 yılları arasında 60 gelişmekte olan ülkelerin belirlenen değişkenlerle finansal gelişme, DYY ve büyüme arasında ilişkiyi incelemiştir. Uzun dönemli ilişkiyi incelemek için dinamik panel veri ve eşbütünleşme analizi (co-integration ) kullanmıştır. Finansal gelişmenin çeşitli yönlerden değerlendirilebilmesi için belirlenen değişkenler özel sektör kredilerin GSYİH'a oranı, banka kredileri, likit yükümlülükler, borsa kapitalizasyon oranı; DYY'ler içinse yıllık DYY akımlarının GSYİH'a oranı kullanmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre; dışa açıklık ve beşeri sermaye, DYY'leri çekme ve büyüme üzerine önemli rol oynamaktadır. Öneriler kısmında ise finansal gelişme ve DYY teşvik politikalarının gelişmekte olan ülkelerin büyümesi için gerekliliği vurgulanmıştır.

Anwar ve Sun (2011) çalışmasında banka temelli finansal gelişmeyi esas alarak ekonomik büyüme, DYY ve yurtiçi sermaye stoku arasında ilişki Malezya örneğinde incelemektedir. Kurulan model, GMM (genelleştirilmiş momentler methodu) ile tahmin edilmektedir. 1970-2007 yıllarına ait finansal gelişme verileri yurt içi sermaye stokuna katkı sağlarken büyüme üzerine etkisi istatistiksel olarak anlamsızdır. Yabancı yatırım stokundaki artış yurtiçi sermaye ve büyümeye katkı sağlamaktadır.

Shahbaz ve Rahman (2012) çalışmasında finansal gelişme, ithalat ve DYY'lerin büyüme üzerine etkisi 1990-2008 yılları arasında Pakistan örneğinde incelenmiştir. Uzun dönemli ilişki ve nedenselliğin yönünü incelemek için Otoregresif Dağıtılmış Lag (ARDL) sınır testi yaklaşımı ve Vektör Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Model) kullanılmıştır. Bulgular finansal gelişme, ithalat, DYY ve büyüme arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını onaylamaktadır. Nedensellik analizi değişkenler arasında karşılıklı ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Zadeh ve Madani (2012) çalışmasında ekonomik büyümenin gerçekleşmesinde finansal gelişmişliğin DYY'lerin etkisine aracılık etme 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 etkilimektedir. Ters durumda ise yani

finansal gelişme eşik seviyeyi aşmışsa DYY'lerin büyüme üzerinde etkisi pozitif olmaktadır.

Korgaonkar (2012) çalışmasında, veri madenciliği tekniklerini kullanarak gelişmiş bir finansal sistemin bir ülkenin doğrudan yabancı yatırım girişi ve çıkışı üzerinde etkisinin olup olmadığını incelenmiştir. Bu amaçla 1980-2009 yılları arasında 78 ülke verileri kullanılmıştır. Analiz sonuçları DYY'lerin finansal olarak zayıf ülkelere yönelmediği ve hem bankacılık sektörü hemde sermaye piyasası değişkenlerine bağlı olduğunu göstermektedir. Ayrıca finansal sistemin DYY'ler büyüme üzerine etkisinin pozitif olması için bir ön koşul olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sghaier ve Abida (2013) çalışmasında DYY, finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişki 1980-2011 yılları arasında dört Kuzey Afrika ülkesine (Tunus, Fas, Cezayir ve Mısır) ait veriler genelleştirilmiş momentler metodu (Generalized Method of Moment) yardımıyla incelenmiştir. Sonuçlar DYY ve büyüme arasında pozitif ilişki ayrıca finansal gelişmenin DYY'lerin büyüme üzerine etkisi için ön koşul olduğu saptanmıştır. Çalışma sonuçları DYY'dan daha fazla faydalanmak için finansal sistemin gelişmesini sağlayıcı politikaların gerekliliğini vurgulamaktadır.

Gharib (2013) çalışmasında, finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişki Otoregresif Dağıtılmış Lag (ARDL) sınır testi yaklaşımı ve Vektör Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Model) yardımıyla Japonya örneği incelenmiştir. Çalışmanın sonuçları bu üç değişken arasında uzun dönemli, bir denge ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Japonya'da reel gelir uzun dönem denge seviyesine finansal faaliyetler ve doğrudan yabancı yatırımlar aracılığı ile yaklaşmaktadır. Ayrıca reel gelirdeki büyümenin finansal gelişmeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE BÜYÜME ARASINDA İLİŞKİ

#### 3.1. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

Türkiye ekonomi politikası alanında 1980 yılından itibaren ciddi dönüşümler yaşamıştır. Bu dönüşümlerin en fazla etkili olduğu alanlardan birisi de finansal piyasalardır. 1980' lere kadar devlet finansal piyasaları kontrol etmiş ve mevduat faiz oranlarına tavan sınırlaması getirmiştir. Bunun yanında finansal işlemler ve gelirler üzerindende vergi oranlarını artırarak finansal işlem maliyetlerinin artmasında rol oynamıştır. Bu dönemlerde finansman gereksinimleri borç senedi ve hisse senedi dışında doğrudan banka kredileri aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Ayrıca yabancı banka girişleri engellenmiş, dış finansal operasyonlara ve yabancı aktif tutmaya da sınırlamalar getirilmiştir (Sever, 2009).

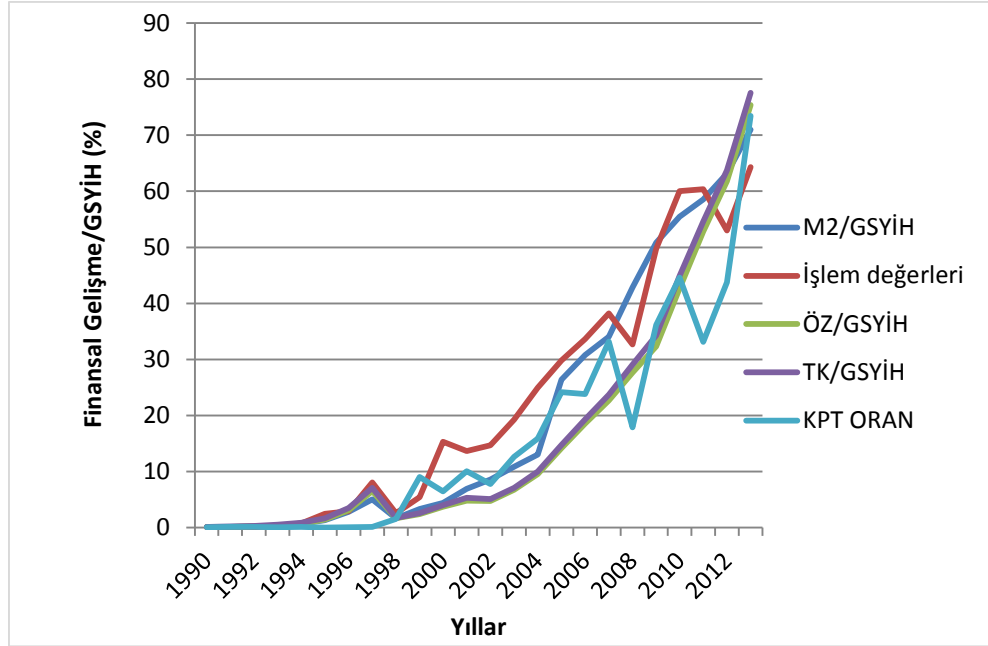
24 Ocak 1980 kararlarına kadar kapalı bir ekonomide faaliyet gösteren finansal sistemin ekonominin liberalleşmesiyle birlikte finansal sistem de bundan önemli derecede etkilenmiştir. 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu, 1986 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiş ve bankalararası para piyasası kurulmuştur. 1989 yılında döviz işlemleri ve sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılmış ve altın borsası açılmıştır. 1990'lı yıllarda uluslararası bankacılık rasyolarına, özellikle sermaye yeterlilik rasyolarına düzenlemeler getirilmiş, mevduat sigorta fonu kurulmuştur. 1990 yıllarında Türkiye'de bankacılık sistemi, banka sayısı ve toplam aktif büyüklük açısından önemli bir artış eğilimi göstermiştir. Ancak öz kaynağın yetersiz kalması, küçük ölçekli ve parçalı bankacılık yapısı, yetersiz iç ve dış denetim vb. unsurların varlığı, bankaların iç ve dış şoklara karşı kırılganlığını artırmış; böylece 2000 ve 2001 krizlerinin ardından gerçekleşen kur ve faiz riskleri bankacılık sistemini olumsuz etkilemiştir. Krizlerin ardından bankacılık sektöründe derinleşen istikrarsızlığın giderilmesi ve yeniden yapılandırılarak güçlendirilmesi amacıyla Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK) tarafından bankacılık sektörü yeniden yapılandırılması ve AB normlarıyla uyumlu hale

getirilmesi yabancı bankaların ilgisini artırmıştır (Karluk, 2009). Yabancı yatırımcıların Türk bankacılık sektörüne ilgisi 2002 yılından itibaren artarak devam etmiştir. 2013 yılı itibariyle 42 bankanın bulunduğu Türkiye finansal piyasalarında 36 bankanın sermayesinde yabancı yatırımcıların payı bulunmaktadır.

2007 yılından itibaren ABD kaynaklı küresel krizin ortaya çıkması tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'deki bankacılık sektörünü de olumsuz etkilenmesine rağmen, Türk bankacılık sektörü birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine göre güçlü ve sağlam yapıya sahiptir. Diğer yandan sermaye piyasası açısından değerlendirildiğinde, gelişmekte olan sermaye piyasaları, gelişen hisse senedi ve gelişen tahvil piyasası olarak ikiye ayrılmaktadır (Aktaş & Kargın, 2007). Türkiye'de özel kesim tahvil piyasası (2000 yılından itibaren önemli gelişme kaydetse de) pek gelişemediğinden sermaye piyasası gelişmesinden kastedilen şey hisse senedi piyasası yani İMKB'dir.

Türkiye'de sermaye piyasasının temelini 1960'lı yıllarda çıkarılan hürriyet tahvilleri ile tasarruf bonoları oluşturur. Tasarruf bonoları uygulaması, Türkiye'de sermaye piyasası faaliyetlerinin doğmasında önemli rol oynamıştır. 1957 yılında çıkarılan ticaret kanunuyla sermaye şirketlerin sayısı artmaya başlamış ve 1960'lı yıllardan sonra hızlı holdingleşme süreci sonrasında şirketler hızlı bir şekilde hisse senedi ve tahvil ihraç etmeye başlamışlardır. Bu dönemde borsa altyapısı oluşmadığından menkul kıymet ihraçları bankerler yoluyla gerçekleşmiştir. Tüm dünyada önem kazanan ve büyük değişim yaşayan sermaye piyasalarının gelişimi Türkiye'de 1980 yıllarında döviz kurlarının serbest kalmasıyla yeni bir döneme girmiştir. Türk sermaye piyasaları son dönemlerde hem nitelik hem de nicelik olarak gelişme göstererek önemli aktör haline gelmiştir. Bu gelişmelere rağmen, Türkiye'de kamu kesimin yüksek borçlanma ihtiyacı, sermaye piyasasının gelişimi üzerinde olumsuz etki yaratmış ve tasarrufların sermaye piyasası yoluyla özel sektöre aktarımını önemli ölçüde etkilemiştir. 2002 yılından itibaren ekonomide iyileşme olsa da, bu durum özel sektör borçlanma araçlarına yansımamış; 2003 ve 2004 yıllarında özel sektör borçlanma aracı ihraç edilmemiştir. Ancak iyileşmenin devam etmesi ve istikrar ortamının kalıcı olması halinde özel sektör borçlanma araçların şirket finansmanında kullanılmaya başlanması mümkün görünmektedir (Karluk, 2009).

Sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler (takasbank, isme saklama sistemi, yatırımcıyı koruma fonu, merkezi kayıt kuruluşu, Türkiye sermaye piyasası aracı kuruluşlar birliği ve aracı kurumların sermaye yeterlilik standartlarının Avrupa Birliği (AB) sermaye piyasasına göre düzenlenmesi) sermaye piyasasını gelişmiş ülkeler standartlarına yaklaştırmıştır.



**Şekil 7: 1991-2013 Dönemi Finansal Gelişmişlik Göstergeleri**

**Kaynak:** TCMB; İMKB, (2013)

Türk finansal sistemine ait bazı finansal gelişmişlik göstergelerinin yer aldığı Şekil 7'de de görüldüğü gibi, son dönemlerde hem bankacılık hem de sermaye piyasası göstergelerinde önemli ölçüde iyileşmelerin yaşandığı görülmektedir. Şekil incelendiğinde, Türkiye'de bazı dönemlerde finansal kesimde düşüşler meydana gelmiş olmasına rağmen M2\*\* para arzının, bankacılık kesimin özel sektöre vermiş olduğu kredilerin (ÖZ) toplam yurtiçi kredilerin (TK) reel gayri safi yurtiçi hasılaya (RGSYİH) oranlarında yükseliş eğilimi olduğu görülmektedir. Ayrıca, işlem değerleri ve kapitalizasyon oranının (KPT), RGSYİH içindeki payının 1998 yılından itibaren artmaya başladığı ve 2008 kriz döneminde biraz düşüş görülmeyle birlikte genel olarak yükselme eğiliminde olduğu gözlenmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, Türkiye'de özellikle 2001 krizinden sonra hem bankacılık hem de sermaye piyasasında iyileşmelerin yaşanmıştır. Türk

\*\* M2 para arzı: Dolaşımdaki Para + Vadesiz Mevduat (YTL,YP) + Vadeli Mevduat (YTL,YP)

bankacılık sektörü kriz sonrasında yaşanan ekonomik ve siyasal istikrar çerçevesinde büyümesini sürdürmüştür. Bu dönemde, diğer gelişmekte olan piyasalardan ayrı olarak; uluslararası piyasalardan Türkiye ekonomisinin gelişme potansiyelinden dolayı, sermaye girişleri süreklilik kazanmış, yurtiçi talepteki artış bankacılık sektörünün aracılık fonksiyonunun gelişmesine katkı sağlamıştır. Türkiye’de 2001 finansal krizi sonrasında finansal kesimde özellikle de bankacılık sektöründe yapılan düzenlemeler bu sektörün şoklar karşısında direncini artırarak 2008 küresel krizinde bile kar etmelerini sağlamıştır. Hisse senedi piyasasında ise hem finansal kriz hem de içsel bazı sorunlardan kaynaklı yabancı yatırımcıların sermaye piyasasından çıkışları son yıllarda sert düşüşlere neden olmuştur.

### **3.2. TÜRKİYE’DE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMIN YAPISI VE TARİHSEL GELİŞİMİ**

Türkiye ekonomisi Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulmasından itibaren 1980’li yıllara kadar (1950-1953 dönemindeki piyasa liberalizasyonu hariç) devlet müdahalesinin hakim olduğu içe dönük ekonomi politikaları uygulamıştır. Kamu sektörü bu dönemler boyunca temel ticari mal ve hizmetleri karşılamada baskın bir role sahipti. Söz konusu dönemlerde Türkiye’de DYY’ler de asgari düzeydeydi. Doğrudan yabancı yatırımların, ekonomik büyümeyi desteklemek ve ödemeler dengesini iyileştirmek için gerekli olduğu algısı, Türkiye’yi 1980’de istikrar ve liberalleşme programını uygulamaya itti. Bu algı, DYY’leri çekmeye yönelik politikalar ve teşvik ortamını da değiştirdi. Bu teşviklerin parçası olarak, DYY girişlerini artırmak amacıyla Yabancı Sermaye Yönetmeliği yürürlüğe girdi; devlet kurumlarından ayrı idari prosedürlerin kolaylaştırılması ve hızlı şekilde yatırım uygulamalarını işlemek amacıyla Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü kuruldu. 1983-1984 yılında Türkiye’de daha liberal DYY koşulları oluşturulması amacıyla iki kararname daha kabul edildi. Daha önemli girişimler, 1985 ve 1986 yılında hükümetin almış olduğu kararnameler; Serbest Ticaret Bölgelerinin (FTZ) kurulmasına; yabancı iştirak üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ve minimum ihracat gereksinimleri uygulamasının sonlanmasına yol açtı. Ülkedeki bu yasal değişiklikler yatırım ortamının gelişmesine önemli derecede katkı sağladı (Tatoglu & Glaister, 2007).

Türkiye’de 1980 sonrası dönemde yabancı sermaye yatırımlarında önemli artış olmuştur. Bu artışın olmasında, yukarıda da belirtildiği gibi, yabancı sermaye çekmeye yönelik ılımlı devlet politikaları, bürokratik engellerin azaltılması, dış ticarete serbestleşme, mali piyasalaradaki reformlar, özelleştirme konusunda gelişmeler vb. unsurlar etkili olmuştur. Yabancı yatırımlardaki asıl artış 1989 yılından sonra Türk Lirasının konvertibilitesi, tam liberalizasyon ve menkul kıymetler borsasının işleyişi ile olmuştur. 1984-2006 yılları değerlendirildiğinde; yabancı sermaye yatırımlarında önemli artış olmakla birlikte; gelinen nokta Türkiye gibi iç potansiyeli yüksek, sanayileşen ve dünyanın stratejik bir bölgesinde bulunan bir ülke için çok yetersiz görülmektedir. 2002 sonrası dönem için yabancı sermayede önemli pay alan alt sektörler bankacılık ve finansal hizmetler, haberleşme, ulaşım gibi hizmetler sektöründe gerçekleşmektedir (Şahin, 2011).

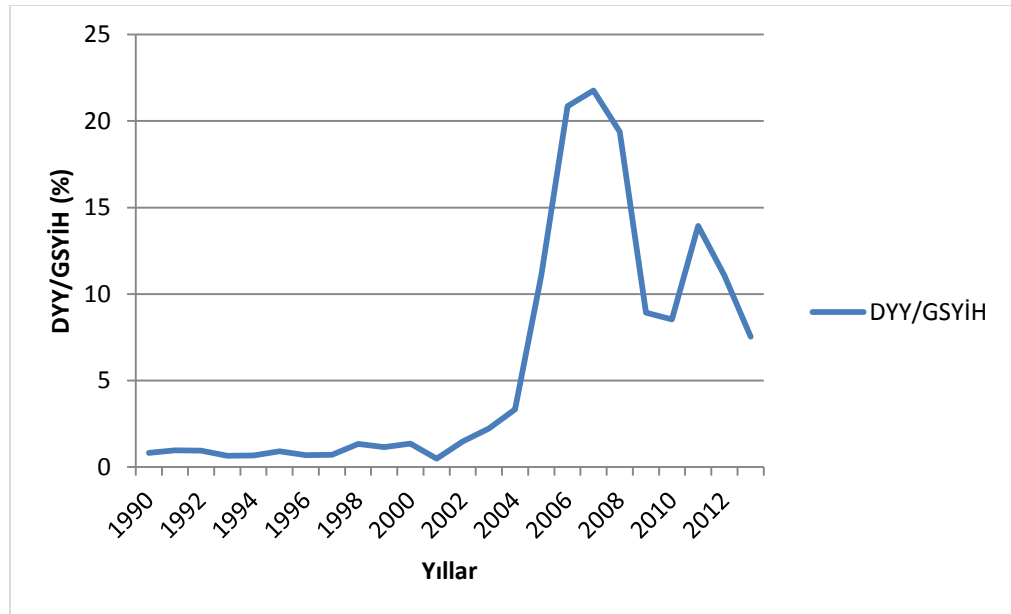
Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik kalkınmalarını ve sürdürülebilir bir büyümeyi gerçekleştirebilmeleri için en etkin yol dış finansman kaynaklarıdır. Uluslararası bankaların sundukları finansmanlar, uluslararası portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlardan oluşan dış finansman kaynaklarından en uygun olanı, Türkiye ekonomisi için gerekli olan teknoloji ve bilgi transferinde gerçekleşmesi bakımından doğrudan yabancı yatırımlardır. Türkiye’de finansal sektördeki gelişme ve yüksek ekonomik büyüme oranları, hızlı büyüyen nüfus ve Avrupa, Orta Asya ve Orta Doğu pazarları arasındaki stratejik konumu gibi olumlu faktörler nedeniyle yabancı yatırımcılar için cazip görünmektedir (Bağcı, 2009). Türkiye DYY’ler için cazip konuma sahip olmasına rağmen beklenen önemli doğrudan yabancı yatırımı çekmek mümkün olmamıştır (Dumludag, 2009).

Bunun nedenlerini Dünya Bankasının Türkiye’de ki 514 firmayla 2002 yılında yapılan anketin sonuçları özetlemektedir. Ankete göre yatırımı kısıtlayan en önemli unsur, diğer ülkelerde olduğu gibi, birinci sırada politika belirsizliğidir; ikinci sıradaki kısıt, vergi oranlarının yüksekliği ve üçüncü sırada kötü vergi idaresidir. Yolsuzluk dördüncü, finansman zorlukları beşinci ve suç ile yasa dışı olaylar altıncı sırada yer almaktadır (Uygur, 2012).

2006 yılında Türkiye’de faaliyet gösteren 52 yabancı sermayeli firma yöneticilerine uygulanan anket sonuçları, doğrudan yabancı yatırım için siyasi ve ekonomik kurumların önemine işaret etmektedir: Pazar büyüklüğü, büyüme oranı,

kişi başına GSYİH gibi makroekonomik göstergeler DYY'ler üzerinde olumlu etkilere sahiptir. Buna ek olarak, düşük yolsuzluk düzeyi, hükümet istikrarı, sözleşme hukuku uygulanması, yargı sisteminin işleyişi, şeffaf, yasal ve düzenleyici çerçeve, siyasi ve ekonomik istikrar, fikri mülkiyet hakları, adalet ve ihtiyati standartların verimliliği gibi kurumsal değişkenler de Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (Dumludag, 2009).

Türkiye ekonomisine ait 1990-2013 yılları arasında gerçekleşen DYY'lerin GSYİH içindeki payını gösteren Şekil 8 incelendiğinde, Türkiye'de doğrudan yabancı yatırımların 2000'li yıllara kadar çok düşük düzeyde olduğu görülmektedir. 2001 finansal krizinden sonra yakalan ekonomik ve siyasi istikrarın DYY girişleri üzerinde de olumlu etki yarattığı görülmektedir. DYY girişlerini artıran diğer etken ise, 2001 krizinden sonra özelleştirmelerin hız kazanmasıdır. 2001 yılında % 3 dolaylarında olan DYY/GSYİH payı, 2006 yılına kadar sürekli artış eğiliminde olmuş; 2006 yılında zirve yaparak % 22'ye ulaşmıştır. Sonraki dönemde azalış eğiliminde olan DYY'ler 2008 krizi ve 2009 yılından sonra bu sert düşüşü kısmi olarak artış trendine dönüştürmüştür. Son dönemlerde yaşanan iç ve dış olumsuzlukların DYY girişlerinde önemli azalışlara yol açtığı görülmektedir.



**Şekil 8: 1990-2013 Dönemi Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlar**

**Kaynak:** TCMB, (2014)



Genel olarak, 2000 yıllarından itibaren Türkiye’de DYY girişleri gerek yaşanan istikrar ortamı gerekse özelleştirme politikaları sonucunda artış gösterse de Türkiye’nin konumu göz önüne alındığında ve diğer ülkelerle kıyaslandığında çok düşük düzeyde olduğu söylenebilir.

### **3.3. TÜRKİYE’DE BÜYÜMENİN YAPISI VE TARİHSEL GELİŞİMİ**

Dünyada korumacılık politikalarının yaygın olduğu dönemlerde Türkiye’de aynı politikalara uyumlu olarak; ithal ikameci büyüme stratejisini benimsemiştir. Cumhuriyetin ilk yıllarında yaşanan 1929 buhranı ve daha sonraki dönemde ortaya çıkan İkinci, Dünya Savaşı’na rağmen, kişi başına büyüme oranlarının ortalama olarak sırasıyla, % 5.1 ve % 3.2 olarak gerçekleşmesi Türkiye ekonomisi için önemli başarı olarak değerlendirilmektedir. 1950 yılından itibaren yeni kalkınma hamlesine giren ülke, bu dönemde önceki yıllara nazaran daha açık büyüme stratejisi izlenmiştir. Tarımsal kalkınmaya ağırlık verilerek, sanayi sektörünün gelişmesi kısmen yavaşlamıştır. Ancak, Kore Savaşı’nın yarattığı konjonktür ve tavan fiyat uygulaması tarımsal ürün talebini artırmıştır. 1953 yılından itibaren tarımsal ürünler olan dış talebinin azalması dış ticaret dengesini bozmuş ve dışarıdan kredi bulunamadığından döviz sıkıntısı yaşanmıştır. Bu olumsuzlukları gidermek amacıyla, korumacı dış ticaret ve içe dönük sanayileşme politikaları uygulamaya konulmuştur. 1950-1980 dönemi dikkate alındığında, 1954 yılı hariç (-%3), pozitif büyüme sağlanarak ortalama büyüme % 5.5 olarak gerçekleşmiştir.

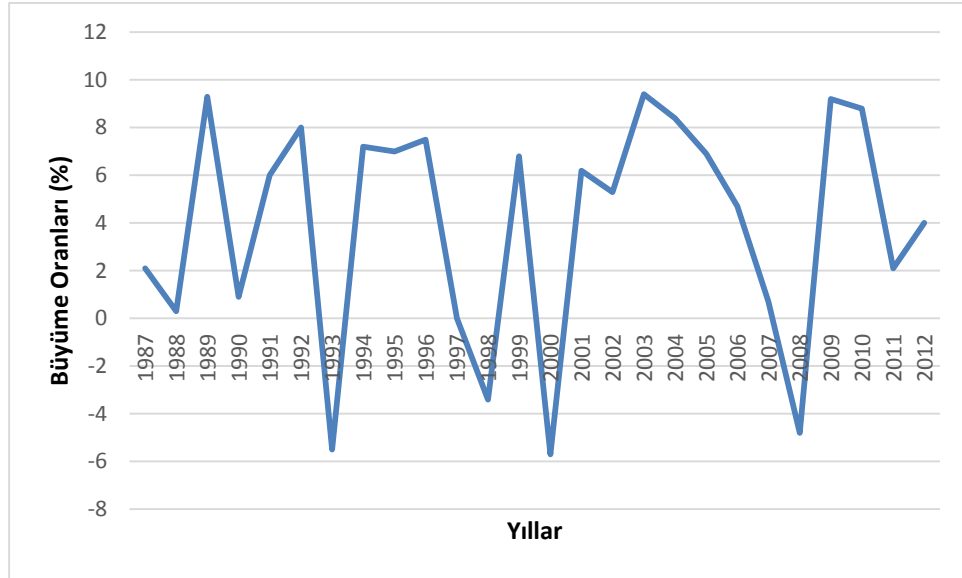
Üretim faktörlerinin fiziki miktarları yanında verimlilikleri de sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Türkiye için yapılan değerlendirmelere göre toplam faktör verimliliğinin 1972-2000 yılları arasında düşük seviyededir. İthal ikameci uygulamalar doğrultusunda gerçekleşen dayanıksız tüketim mallarının ithalatı, yerli üretimle ikame edilmiş ve ithal ikamesinin ilk adımı tamamlanmıştır. Fakat ikinci adım olarak tanımlanan ara ve yatırım mallarının üretimine geçilememiş; bu nedenle 1963-1980 döneminde ithalata bağımlı hale gelmesine neden olmuştur (Sever, 2009).

Bu durum döviz tasarrufu yerine döviz talebini artırmış ve 1970’lerde petrol şoklarının da etkisiyle birlikte döviz darboğazına neden olmuştur. Bu gelişmelerin

sonucu olarak ödemeler dengesi sorunu ortaya çıkmış ve 1970'lerin sonunda siyasi ve toplumsal krizlere neden olmuştur. Ocak 1980'den itibaren geniş bir istikrar ve liberalleşme programına geçilmiştir. 1980 Eylülde askeri rejim tarafından kurulan hükümet 4 yıl içerisinde enflasyonu yıllık % 40'a indirmeyi ve ekonomik büyümeyi de artırmayı başarmıştır. Fakat ekonomik büyüme oranındaki dalgalanma 1983'den sonra artmaya başlamıştır. Türkiyede yaşanan diğer olaylar 1990-1991 Körfez krizi, 1994 Türk finansal kriz, 1997 Güney Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 yılında iki deprem, 2001 öncesi ekonomik yapılanma programındaki başarısızlık ekonomide çıktı dalgalanmaların artmasına neden olmuştur.

Kurumsal ve politik yönden ise Türkiye 1979'dan sonra yapısal reformlara başlamıştı. 1980'de ise ödemeler dengesi krizine, derin resesyon ve hızlandırılmış enflasyon eşlik etti. Türkiye içe dönük gelişme stratejisini terk edip serbest piyasa tabanlı dışa açık ekonomi politikalarını uygulamaya başladı. Hükümet aşırı değerli Türk Lirasını devalue etti; faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırıldı. Dışa açık liberelizasyon politikaları cari işlemler hesabı üzerine yoğunlaşmıştı. 1980 istikrar ve liberalizasyon politikalarıyla amaç sadece enflasyonu azaltmak değil; aynı zamanda büyümeyi de artırmak ve gelecekte sermaye hesabının serbestleştirilmesini sağlamaktı (Dibooglu & Kibritcioglu, 2003).

1980 sonrasında imalat sanayinde kamu yatırımlarının azalması özel sektör yatırımlarında kısa vadeli kar amaçlı yatırımlara yönelmiş ve ihracata dayalı büyüme istenildiği ölçüde gerçekleşmemiştir. Yabancı sermaye yatırımları da yerli yatırımlara paralel hareket etmiştir. 1990 yılında iç talebe bağlı büyüme gerçekleşmiş ancak 1990 yılına kadar istenilen yeniliklerin yapılamaması istikrarsızlığın giderek büyümesine neden olmuştur. 1994 yılında kriz patlak vermiş ve bunu çözmek için 5 Nisan istikrar programı uygulamaya konulmuştur. Türkiye ekonomisine ait büyüme oranlarının yer aldığı şekilde görüleceği üzere sürekli dalgalanmaların yaşandığı ekonomide 2000 sonrası dönemde kısmi bir iyileşmenin yaşandığı ancak 2008 küresel krizle birlikte bu iyileşmenin son bulduğu görülmektedir. Krizden sonra yeni bir olumlu gelişmelerin yaşandığı görülmektedir.



**Şekil 9: 1987-2013 Dönemi Türkiye Ekonomisi Büyüme Oranları**

**Kaynak:** TÜİK, (2014)

Şekil 9'da Türkiye'nin 1987-2013 dönemindeki büyüme oranlarını göstermektedir. Şekil'de görüldüğü üzere ekonominin büyüme oranı kriz yılları olan 1994, 1999, 2001 ve 2009 yıllarında sırasıyla yüzde 5.5, 3.4, 5.7, 4,8 oranlarında küçülmüştür. Buna karşılık 2004 ve 2008 yıllarında sırasıyla yüzde 9,4 ve yüzde 8,9 gibi yüksek oranında büyüme sağlanmıştır. İncelenen yıllarda yaşanan krizlerden 1999 krizi dış kaynaklı, 2001 krizi ise döviz kuru çıpasına bağlı istikrar programının başarısızlığından kaynaklanan krizdir. 2007 yılına kadar istikrarlı büyüme devam etmiş; 2008 yılında ABD'de patlak veren ve bütün dünyayı saran küresel kriz meydana gelmiştir. 2008 krizinin Türkiye ekonomisine yansımaları kriz ve krizden birkaç yıl sonrada etkisini devam ettirerek büyüme oranının düşmesine neden olmuştur.

Türkiye'de büyüme oranlarındaki dalgalanmaların yüksek olduğu ve istikrarsız bir görünüme sahip olduğu gözlenmektedir. Bunun en önemli sebeplerinden biri enflasyondur. Çünkü son yıllarda yapılan araştırmalar enflasyonist yapıya sahip ekonomilerin istikrarsız büyümeye sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca ihracata dayalı büyümenin kaçınılmaz sonucu olarak, ekonominin dış gelişmelerden çabuk etkilendiğini göstermektedir (Kepenek, 2014).

### 3.4. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE BÜYÜME İLİŞKİSİ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

#### 3.4.1. Türkiye'de Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar <sup>††</sup>

Türkiye'de Finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çok sayıda araştırma vardır. Bunlardan Kar ve Pentecost (2000), Türkiye'deki finansal gelişme ile büyüme arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi uygulayarak araştırmıştır. Araştırmanın bulgularına göre, nedenselliğin yönü finansal gelişme göstergelerine göre değişmekte ve nedenselliğin yönü büyümeden finansal gelişmeye doğrudur.

Ünalmiş (2002), 1970-2001 dönemindeki finansal gelişme verileri kullanarak, Johansen-Juselius eşbütünleşme ve hata düzeltme modeline dayalı (VECM) Granger nedensellik testinde uzun dönemde finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedensellik tespit etmiştir.

Aslan ve Korap (2006), 1987-2004 yılları arasında Türkiye ekonomisine ait çeyrek veriler kullanılarak, finansal gelişme ve büyüme ilişkisi Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik teknikleri yardımıyla analiz edilmiştir. Eşbütünleşme analizinin sonuçlarına göre, çalışmada kullanılan finansal gelişme göstergeleri ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki bulunmaktadır. Buna karşın, finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü finansal gelişmişlik göstergelerine göre değişebilmektedir.

Aslan ve Küçükaksoy (2006), finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişki 1970-2004 Türkiye verileri kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada kullanılan Granger nedensellik testi sonuçları, ilişkinin yönünün finansal gelişmeden büyümeye doğru olduğunu gösteren arz öncüllü hipotezi desteklemektedir.

Doğan (2008), 1999-2006 dönemi Türkiye örneğinde bankacılık ve hisse senedi piyasası gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki, VAR modeli

---

<sup>††</sup> Ek 5 Türkiye'de finansal gelişme ve büyüme ilişkisini inceleyen teorik ve ampirik bazı çalışmaların özeti yer almaktadır.

kullanılarak incelenmiştir. Johansen-Juselius eşbütünleşme 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. Ayrıca, hisse senedi piyasasının ekonomik büyümeyle ilişkisinin banka finansmanı ile karşılaştırılabilir olarak daha küçük ve negatif olduğu görülmektedir. Sonuçlar, Türkiye’de finansal gelişmenin önemini ortaya koyarken, Schumpeter’in arz yönlü hipotezini desteklememektedir.

Ege, Nazlıoğlu ve Bayrakdaroğlu (2008), çalışmasında, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1987-2007 yılları arasında Türkiye ekonomisine ait çeyrek veriler kullanılarak eşbütünleşme ve Granger nedensellik analizi ile ilişkilendirmeye çalışmıştır. Eşbütünleşme analizine göre değişkenler uzun dönemde eşbütünleşiktir. 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 dönemlerine ait veriler kullanılarak; Türkiye’nin bankacılık sektörü ve sermaye piyasasındaki gelişmelerin büyüme üzerine etkisi Johansen- Juselius eş-bütünleşme ve Granger nedensellik testi ile incelenmiştir. Sonuçlar sermaye piyasası gelişimi ile büyüme arasında çift yönlü ilişkinin; büyümeden bankacılık sektörüne doğru tek yönlü bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur.

İnce (2011), çalışmasında finansal gelişmenin büyümeye neden olup olmadığı Türkiye örneğinde incelemiştir. Araştırmada 1980-2010 yılları arasında finansal gelişme ile büyüme arasında ilişki eşbütünleşme (cointegration) ve Granger nedensellik analizi ile test edilmiştir. Kısa dönemde finansal gelişme ile büyüme arasında güçlü bir ilişkin olduğu ve finansal gelişmeden büyümeye tek yönlü nedenselliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca, finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye katkı sağlayan önemli bir adım olduğu sonucuna da ulaşılmıştır.

Özcan ve Arı (2011) çalışmasında, Türkiye ekonomisinin finansal göstergeler ile büyümeye ait 1998–2009 dönemi verileri VAR modeli yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, Türkiye’de finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında tek yönlü bir ilişki bulunmaktadır. İlişkinin yönünü belirlemeye yönelik uygulanan Granger nedensellik testi sonucuna göre, ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir ilişki söz konusudur. Böylece, Robinson tarafından ileri sürülen ve “talep takipli hipotez” olarak adlandırılan görüşü destekleyen bulgulara ulaşılmıştır.

Güneş (2013), çalışmasında finansal gelişme ve büyüme arasında ilişki sınırı testi analizi yardımıyla incelenmiştir. Finansal gelişmişlik göstergesi olarak M2 para arzının milli gelire oranı ve finansal piyasalarda çalışanların toplam işgücü içerisindeki payı 1988-2009 dönemleri için incelenmiştir. Finansal gelişmenin iktisadi büyümeye neden olmadığı ve iktisadi büyümenin finansal piyasalarda çalışan işgücünün payını artırdığı, ancak para arzı oranını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Mercan ve Peker (2013) çalışmasında, finansal gelişmenin büyüme üzerine etkisi 1992-2010 dönemi aylık verileri kullanılarak Türkiye örneğinde incelenmiştir. Pesaran Sınır testi yaklaşımıyla değişkenler arasında eşbütünlük bulunmuştur. Uzun dönem analizinde finansal gelişmenin büyümeye neden olduğu; kısa dönemde ise hata düzeltme katsayısının istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olduğu gözlemlenmiştir. Değişkenler arasında sapmanın uzun dönemde denge düzeyine yakınsamakta olduğu gözlemlenmiştir.

### **3.4.2. Türkiye’de Finansal Gelişme ve Doğrudan Yabancı Yatırım İlişkisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar**

Türkiye’deki finansal gelişme ve DYY arasında ilişkiyi inceleyen çalışmalar genel olarak bankacılık sektörü ile DYY arasındaki ilişki üzerine odaklanmıştır. Örneğin, Büyükşalvarcı (2006) analizinde, DYY’lerin Türk bankacılık sektörüne etkisi panel veri metodu kullanılarak incelenmiştir. Ayrıca yabancı bankaların Türkiye’yi tercih etmesinde rol oynayan etkenler anket yoluyla belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, yabancı banka girişlerinin, Türk bankacılık sektöründe rekabeti artırmak suretiyle bankaların faiz dışı gelirleri ve faaliyet giderleri üzerinde pozitif etki yarattığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Karacaoğlan (2011), yabancı banka girişlerinin Türk bankacılık sektörüne etkilerini incelemektedir. Elde edilen bulgulara göre, yabancı banka girişleri bankacılık sektöründe rekabeti artırarak verimliliğe katkı sağlamaktadırlar. Ayrıca nitelikli beşeri kaynağın ve sektörün risk yönetimi yeteneğinin gelişmesine de katkı sağlarken; yabancı bankaların piyasa paylarının düşük olmasının etkisiyle aktifler, özkaynaklar, krediler, mevduat ve kar açısından, sektör genelinde yeterince katkı sağlamadıkları görülmüştür.

Aydemir, Arslan ve Uncu (2012) çalışmasında, Türkiye’de ve dünyada değişen finansal yapı içerisinde DYY 'ların tarihsel gelişimi incelenmiştir. Türkiye’de sektör çeşitliliğinin artması, banka birleşmelerinin önem kazanması ve bilgi-iletişim teknolojileri ile finansal hizmetler sektörünün ön plana çıkması gibi faktörler nedeniyle doğrudan yabancı yatırımlar arttığı vurgulanmıştır.

### **3.4.3. Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme İlişisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar<sup>\*\*</sup>**

Türkiye’de DYY ve büyüme arasındaki ilişkiyi konu alan çok sayıda çalışma vardır. Bunlardan Keskin (2006) çalışmasında; büyüme ile DYY arasındaki ilişki, Türkiye Çin ve Tayland örneğinde incelemiştir. Türkiye’de büyüme ile DYY arasında doğrudan korelasyon bulunmasına karşın istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bunun nedeni gelen fiili DYY 'ların yeterli düzeyde olmamasıdır. Çin ve Tayland ile karşılaştırıldığında, DYY 'ların büyüme üzerinde etkisi bu ülkelerde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bunun sebebi DYY’lerin boyutunun yüksek olması ve katma değeri yüksek sektörlere kaydırılmasıdır.

Demirel (2006) çalışmasında DYY’lerin büyüme üzerine etkisi Türkiye örneğinde incelenmiştir. Üç aşamalı kareler (3SLS) yöntemi kullanılarak DYY’leri belirleyen makro değişkenler incelendiği çalışma sonuçlarına göre, Türkiye’de DYY girişleri büyümeyi pozitif etkilemektedir.

Ayaydın (2010), DYY - büyüme arasında ilişki 1970-2007 dönemleri Türkiye verileri için analiz etmiştir. Çalışmada VAR analizi yöntemlerinden

---

<sup>\*\*</sup> Ek 6 Türkiye’de doğrudan yabancı yatırım ve büyüme ilişkisini inceleyen teorik ve ampirik bazı çalışmaların özeti yer almaktadır.

yararlanılmıştır. Araştırma sonucunda, DYY'lerden büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi saptanmış ve DYY ve büyüme arasında güçlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Ekinci (2011), DYY ile büyüme ve istihdam arasında ilişki 1980-2010 dönemleri Türkiye verileri için incelenmiştir. DYY ve büyüme arasında ilişki Granger nedensellik analiziyle test edilmiştir. Sonuçlara göre, DYY ve büyüme arasında çift yönlü bir ilişki vardır; ancak, DYY ile istihdam arasında ilişki tespit edilememiştir.

Koyuncu (2011), Türkiye'de DYY ve büyüme arasında ilişki 1990-2010 dönemlerine ait veriler kullanılarak analiz edilmiştir. Granger nedensellik analizine göre, değişkenler arasında karşılıklı ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılrken; Etki-tepki analizinde; DYY 'larda meydana gelen artışın büyümeyi artırıcı yönde etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

Doğan (2013), DYY ve büyüme arasında ilişki zaman serisi analizi kullanılarak incelenmektedir. 1979-2011 dönemine ait yıllık veriler ADF birim kök testine göre birinci dereceden durağan hale getirilmiş ardından Johansen eşbütünleşme testi sonucu iki serinin bütünüleşik olduğu ve uzun dönemde pozitif ilişkinin olduğu gözlenmiştir. Granger nedensellik testi sonucuna göre ise, çift yönlü ilişki tespit edilmiştir.

#### **3.4.4. Türkiye’de Finansal Gelişme, Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme İlişisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmalar**

Türkiye’de finansal gelişme, DYY ve büyüme arasındaki ilişkileri birarada inceleyen herhangi bir çalışmaya ulaşılamamıştır. Türkan ve Polat (2013)’ın İstanbul’un uluslararası finans merkezi olma sürecini yansıtan değişkenlerin (büyüme oranı, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve borsa değeri gibi makro değişkenler) DYY’ler üzerine etkisinin analiz edildiği çalışma istisnadır. Türkiye ekonomisine ait 1988-2012 yıllarına ait makro verilere dayalı olarak gerçekleştirilen çalışmanın eşbütünleşme analiz sonuçları şu şekildedir: Kısa dönemde; DYY’ler GSYİH, BİST 100 endeksi, faiz oranı ve döviz kuru ile pozitif, enflasyon oranı ile negatif ilişkilidir. Uzun dönemde ise; GSYİH, enflasyon oranı ve döviz kuru ile pozitif; BİST 100 endeksi ve faiz oranıyla ise ters yönlü ilişkilidir.



### 3.5. TÜRKİYEDE FİNANSAL GELİŞME, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM VE BÜYÜME İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Bu bölümde Türkiye’de finansal gelişme, DYY ve büyüme arasında ilişkinin ekonometrik analizi yapılacaktır. Bu bölümde uygulanacak ampirik çalışmanın amacı, finansal gelişme, DYY ve büyüme için kullanılan değişkenler arasında, önceki bölümlerde anlatılan ve teorik olarak izah edilen ilişkinin geçerliliğini Türkiye için ampirik olarak test etmektir.

Çalışmada kullanılan serilerin durağanlık analizi için Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Testi ve Phillips Perron Testi kullanılacaktır. Daha sonra finansal gelişme, DYY ve büyüme için kullanılan değişkenler arasında neden sonuç ilişkisini ortaya koymak için Granger nedensellik testi kullanılacaktır. Sözkonusu değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olup olmadığını test edilmesinde ve incelenmesinde Johansen Eşbütünleşme (koentegrasyon) Testi ve Vektör Otoregresif (VAR) yönteminden yararlanılacaktır. Çalışma kapsamındaki tüm testler için E-views 6 ekonometri programı kullanılmıştır.

#### 3.5.1. Temel Kavramlar

##### 3.5.1.1. Durağanlık (Birim-Kök Testi) Testleri

Ekonometrik çalışmaların, zaman serisi analizlerinde serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle analize geçmeden önce yapılacak ilk iş, zaman serilerinin durağan olup olmadığını sınanmasıdır. Zaman serileri genel olarak durağan değildir. Eğer seriler durağan ise, meydana gelebilecek bir şok geçici olacak; zamanla şokun etkisi azalarak seri uzun dönemde sahip olduğu ortalama seviyesine dönecektir. Bir zaman serisinin durağan olabilmesi için ortalaması ile varyansının zaman içinde değişmemesi gerekmektedir. Daha açık bir ifadeyle, durağanlık; ortak varyansının, bu ortak varyansın hesaplandığı dönemi değil de, sadece iki dönem arasındaki uzaklığa ya da gecikmeye bağlı olarak ortaya çıkan olasılıklı bir süreç olarak tanımlanmaktadır (Gujarati & Porter, 2012). Durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması halinde düzmece-sahte regresyon problemleriyle karşılaşabilir. Bu durumda regresyon analiziyle elde edilen sonuç gerçek ilişkiyi yansıtmaz. Bu nedenle, önce ilgili serilerin durağan hale getirilmesi gerekmektedir (Gujarati & Porter, 2012).

Kısaca, incelenen zaman dönemi boyunca serinin ortalaması ve varyansı sistematik bir değişme göstermiyorsa veya seri periyodik dalgalanmalardan arınmış ise, diğer bir deyişle, seride istatistiksel bir denge söz konusu ise bu tür seriler durağan olarak adlandırılır. Bu analizde değişkenlerin durağanlık testleri Phillips-Perron (1988-PP), ADF testi kullanılarak analiz edilmiş ve sonuçları tabloda gösterilmiştir.

### **3.5.1.2. Augmented Dickey–Fuller (ADF) Testi**

Durağanlığın saptanabilmesi için kullanılan pek çok test bulunmaktadır. Bu çalışmada değişkenlere ait verilerin durağanlığını test etmek için ADF birim kök testi de kullanılmıştır. ADF testi, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini, bağımsız değişken olarak modele dahil eder. Burada gecikmeli değişkene ait uygun gecikme sayısı belirlenirken Akaike ve Schwarz bilgi kriterlerinden yararlanılmaktadır (Enders, 1995). Bu testin sonucunda elde edilen  $\tau$  değeri Dickey-Fuller tarafından hesaplanan, Mac Kinnon tarafından yeniden düzenlenen, tablo değerleri ile karşılaştırarak  $\gamma=0$  hipotezi test edilmektedir (Enders, 1995). Sıfır hipotezi serinin durağan olmadığını ve birim köke sahip olduğunu, alternatif hipotez ise serinin durağan olduğunu göstermektedir.

### **3.5.1.3. Phillips-Perron (PP) Testi**

Dickey-Fuller Testine göre, hata terimlerinin istatistiki olarak bağımsız ve sabit varyansa sahip olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla bu yöntemin kullanılmasında hata terimleri arasında korelasyon olmadığının ve hata terimlerinin sabit varyansa sahip olduğunun bilinmesi önem taşımaktadır. Phillips ve Perron (1988) testinde ise, Dickey-Fuller'in bu varsayımı değiştirilerek, hata terimlerinin zayıf bağımlılığı ve heterojen dağılım gerçekleştirdiği kabul edilmiştir. Böylece Phillips-Perron, Dickey – Fuller'in hata terimlerine ilişkin sınırlamaları ortadan kaldırarak t istatistiklerini geliştirdiği söylenebilir (Kardaşlar, 2013).

### **3.5.2. Granger Nedenselliği**

İktisat teorisinden gelen bilgiye dayanarak aralarında ilişki olması beklenen değişkenlerin ampirik testlerle çözümlenmesi zorunlu olmaktadır. Regresyon analizi değişkenler arasındaki bağımlılık ilişkisini ele alan ampirik testlerden biridir. Ancak

bu bağımlılık ilişkisi değişkenler arasında nedensel bir ilişkin olduğu anlamına gelmemektedir (Tarı, 2008). Bu anlamda oluşturulan modeldeki değişkenlerin içsel ya da dışsal olduğu ayrımının yapılmasında nedensellik çok önemli olmaktadır. Nedensellik testi ile değişkenlerin içsel ve dışsal ayrımının yapılması modelin belirlenmesi noktasında önemli olmaktadır. Nedensellik ile dışsallık arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişki özellikle nedenselliğin operasyonel hale gelmesinden sonra, önemli derecede artmıştır (Işığışık, 1994).

### 3.5.3.Vektör Otoregresif Model (VAR)

Bir ampirik çalışmada kullanılan VAR modeli değişkenlerin ve seçilen yöntemin doğru sonuçlara ulaşmasında büyük rol oynamaktadır. VAR modeli ekonometrik modelin kurulmasında mutlaka belli varsayımların kullanılmasını gerektirmemektedir. Böylece bu model iktisat teorilerinden mümkün olduğunca bağımsız hareket edebilmektedir. VAR modeli öncelikli olarak makroekonomik değişkenlerin ve rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkisinin incelenmesinde kullanılmaktadır (Özgen & Güloğlu, 2004).

VAR modeli seçilen bütün değişkenlerin birlikte ele alınmasını ve bir bütün olarak incelenmesini sağlamaktadır. Değişkenler arasında içsel ve dışsal ayrımı söz konusu değildir ve değişkenler arası ilişkiler hakkında bir ön kısıt bulunmamaktadır. Böylece iktisatçıların model kurarken yapmak zorunda oldukları ön varsayımların olumsuz etkisi büyük oranda azalmaktadır. İktisat teorilerinin öne sürdüğü çeşitli hipotezler analiz sonrasında sayısal iktisadi veriler kullanılarak yapılabilmektedir. VAR modelinde hataların kendi gecikmeli değerleriyle ilişkisiz olması varsayımı, modelde herhangi bir kısıtın olmasını engellemektedir. Böylece değişkenlerin gecikme uzunluğunun artırılması otokorelosyon sorunun ortadan kalkmasını sağlamaktadır. VAR modelinde optimal gecikme uzunlukları Akaike, Schwartz, Hannan-Quinn vb. kriterlerle saptanabilir.

VAR modeli parametrelerinden sonuç alınmadığından, “Granger nedenselliğini gösteren F testleri”, “değişkenler arasındaki etkileşimi gösteren varyans ayrıştırması” ve “etki-tepki fonksiyonları” VAR modelinde sonuç almak için kullanılmaktadır (Özgen & Güloğlu, 2004).

### 3.5.3.1.Etki-Tepki Fonksiyonları

VAR modelin tahmini sonucunda elde edilen katsayıları yorumlamak zordur. Bu zorluğu ortadan kaldırmak için yapısal analizin ileriki adımlarını oluşturan denkleme verilen tepkilerin ölçülmesinde etki-tepki analizinin yorumlanması kolaylık sağlamaktadır.

Etki-tepki analizi; her bir değişkene sırası ile verilecek şokların, bu şoklara hem değişkenin kendisinin, hem de diğer değişkenlerin tepkisini ölçmek için kullanılmaktadır (Bozkurt, 2007). Bir başka ifadeyle, rassal hata terimlerinden birindeki bir standart sapmalı şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisini göstermektedir. VAR analizinde değişkenler arasında dinamik etkileşimi belirleme, simetrik ilişkiyi (değişkenlerin birbirini karşılıklı etkilemesi) tespit etmede etki tepki fonksiyonları önemli rol oynamaktadır. Bir makroekonomik büyüklüğü etkileyen değişkenin hangisi olduğu, varyans ayrıştırması ile açıklanırken; politika aracı olarak kullanılmasında etki tepki fonksiyonları dikkate alınmaktadır (Özgen & Güloğlu, 2004).

### 3.5.3.2.Varyans Ayrıştırması

Varyans ayrıştırması, VAR analizinde bulunan modelin tahminiyle belirlenen ve öngörü hata varyansını ölçen atıkların analizinde kullanılan bir tekniktir. Varyans ayrıştırması, içsel değişkenlerden birisindeki değişimin, tüm içsel değişkenleri etkileyen şokları ayrı ayrı yüzdesel olarak ifade etmektedir. Bu anlamda Varyans ayrıştırması sistemin dinamik yapısı hakkında bilgi verebilmektedir. Varyans ayrıştırmanın amacı, herbir rassal şokun gelecek dönemler için öngürülerin hata varyansına olan etkisini ortaya koymaktadır (Özgen & Güloğlu, 2004).

### 3.5.4. Koentegrasyon Testleri

Johansen koentegrasyon testinde Trace ve Maximum Eigenvalue olmak üzere koentegrasyon vektörünün sayısını tanımlayan iki istatistik ileri sürülmektedir. Seriler arasında koentegrasyon olmadığı anlamına gelen ( $r=0$ ) sıfır hipotezine karşılık; kullanılan değişkenlerin en çok bir eksiği kadar koentegrasyon olabileceğini gösteren alternatif hipotezi test edilmektedir. Sıfır hipotezinin reddi, diğer bir deyişle test değerlerinin kritik değerlerden büyük çıkması; seriler arasında koentegrasyon

olduğunu, yani seriler arasında uzun dönemli ilişki olduğunu ifade etmektedir (Johansen, 1991).

### 3.5.5. Değişkenlerin Tanımlanması

Türkiye’de 1980’lerden sonra uygulanan dış ticaret rejiminin büyük ölçüde liberalleşmesi ve sonrasında 1989’da çıkarılan 32. Sayılı kararnameyle sermaye hesapları da dışa açık hale getirilmiştir. Bu açıdan çalışmamızın başlangıç yılı 1992 olarak seçilmiştir.

Modelde 1992Q1-2013Q3 dönemi arasında üçer aylık veriler (88 gözlem sayısı) kullanılmıştır. Çalışmada büyüme oranının hesaplanmasında sabit fiyatlarla GSYİH kullanılmıştır. Modele alınan değişkenlerden sabit fiyatlarla GSYİH, DYY, ve Mevduat verileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden; hisse senetleri piyasa değerini gösteren borsa kapitalizasyon oranının hesaplanmasında kullanılan ait veriler ise BIST’ten (Borsa İstanbul’dan) alınmıştır.

Literatürde finansal gelişmişliğin ölçümü noktasında kesin bir fikir birliği bulunmamaktadır. Bu yüzden finansal gelişmişlik düzeylerini ölçmede çok farklı yöntemler kullanılmaktadır. Bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyini değerlendirmede çok önemli sorunlardan biri finansal gelişmenin ölçülmesinde kullanılacak olan değişkenlerin seçilmesidir. Finansal gelişmişliğin ölçülmesinde kullanılan değişkenler genelde M1, M2 M3’ün GSYİH’ye oranı, özel sektör kredilerinin GSYİH’deki payı, özel sektör kredilerinin toplam yurtiçi krediler içindeki payı ve bankacılık kesimi bilanço büyüklükleri gibi değişkenler kullanılmaktadır. Sermaye piyasasının gelişmişliğinin ölçülmesinde ise, borsa kapitalizasyonu oranı (hisse senetleri piyasa değeri/GSYİH’a oranı), piyasa dönüş oranı (işlem hacmi/GSYİH) gibi değişkenler kullanılmaktadır (Report, 2013).

Ampirik çalışmada finansal gelişme göstergesi olarak iki ayrı değişken kullanılmıştır: M2/RGSYİH oranı (MEVO) ve kapitalizasyon oranı (KAPO: Hisse Senetleri Piyasa Değeri/RGSYİH) DYY’yi tanımlayan değişken olarak ise, Doğrudan Yabancı Yatırımlar/RGSYİH oranı (DY YO) kullanılmıştır.

Literatürde finansal gelişme göstergesi olarak en yaygın kullanılan değişken genelde M2 para arzının nominal gelire oranı olmaktadır. Bu basit gösterge ekonomideki monetizasyon derecesini ölçer. Monetizasyon değişkeni, ödeme ve tasarruf hizmeti sağlayan paranın büyüyen ekonomide finansal sektörün reel büyüklüğünü göstermek amacıyla kullanılır. Dar para arzı (M1) öncelikli olarak ödeme hizmetlerini en iyi şekilde yansıtır. Geniş tanımlı para arzı (M2) ise tasarruf fonksiyonunu en geniş olarak yansıtır. Fakat gelişmekte olan ülkelerde geniş para arzının büyük kısmı banka sistemi dışında tutulur. Prensipite geniş para arzının GSYİH'ya oranındaki artış banka mevduat hacmindeki artıştan ziyade, dolaşımdaki paranın daha fazla kullanımını yansıtır. Bundan dolayı finansal gelişmenin kapsamlı ölçülmesi için geniş tanımlı para arzından dolaşımdaki para hacmi hariç tutulmuştur.

### 3.5.6. Ampirik Sonuçlar ve Bulgular

#### 3.5.6.1. Serilerin Durağanlık Testi ve Sonuçları

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 dahil 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 dahil edilmiştir.

**Tablo 4: Değişkenlerin açıklanması**

REEL GSYİH_SA	Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KAPO	Borsa Kapitalizasyon Oranı
DYYO	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
MEVO	Mevduatlar

Değişkenlere ait durağanlık test sonuçları Tablo 5’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 5: Durağanlık Analiz Testi Sonuçları**

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	
DYVO	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	-9,554***	-3,878		-17,874***	-12,628	

Not: \*\*\* %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir.

Tablo 5’de yer alan değişkenlerin I(0) durağan olmadıkları saptanmış birinci farkı alınarak %1, %5 ve %10 değerlerinde duran hale getirilmiştir. Durağanlık test sonuçlarına göre bütün seriler I(1) konumundadır.

### 3.5.6.2. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları

Bir makroekonomik büyüklük üzerinde, herhangi bir değişkenin etkili olup olmadığı, öncelikle nedensellik testleri ile ölçülür. Bu nedenle sistemde yer alan değişkenlerin birbirini etkileyip etkilemediği; etkilediyse bunun ne oranda olduğu ve nedenselliğin hangi yönde olduğunu bulmak için Granger nedensellik analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 6'de gösterilmektedir.

**Tablo 6: Granger Nedensellik Testi Sonuçları**

Değişkenler	Gözlem	F İstatistiği	P-Olasılığı
H0: Kapo, Reel GSYİH'nın Granger nedeni değildir.	84	0,46402	0,6305
H0: Reel GSYİH Kapo'nun Granger nedeni değildir.	84	0,00964	0,9904
H0:DYYO, Reel GSYİH'nın Granger nedeni değildir.	84	0,36153	0,6978
H0: Reel GSYİH DYYO'nun Granger nedeni değildir.	84	1,55930	0,2167
H0: Mevo, Reel GSYİH'nın Granger nedeni değildir.	84	0,55360	0,5771
H0: Reel GSYİH Mevo'nun Granger nedeni değildir.	84	0,58552	0,5592
H0: DYYO, Kapo'nun Granger nedeni değildir.	84	0,06047	0,9414
H0: Kapo, DYYO'nun Granger nedeni değildir.	84	0,06695	0,9353
H0: Mevo, Kapo'nun Granger nedeni değildir.	84	1,98368	0,1444
H0: Kapo, Mevo'nun Granger nedeni değildir.	84	0,00012	0,9999
H0: Mevo, DYYO'nun Granger nedeni değildir.	84	3,34678	0,0403
H0: DYYO, Mevo'nun Granger nedeni değildir.	84	0,26539	0,7676

Granger nedensellik analizinden elde edilen sonuçlar % 5 hata payı ile değerlendirildiğinde, mevduatların, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde nedensel etkiye sahip olduğu; böylece ana hipotezin reddedilmiş ve alternatif hipotezin kabul edilmiştir. Bu durum, bankacılık sektöründeki gelişmelerin doğrudan yabancı yatırım girişlerinin nedeni olduğunu ifade etmektedir. Diğer değişkenler değerlendirildiğinde ise, birbiri arasında Granger anlamda nedensellik olmadığı saptanmıştır.



### 3.5.6.3. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve VAR İstikrar Koşulu

VAR analizi, birbirleriyle ilişkili olduğu düşünülen değişkenlerin birlikte nasıl hareket ettiklerini gösteren bir denklem sistemidir. Bu denklem sisteminde, tüm içsel değişkenler kendi gecikmeleri ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri ile açıklanır. VAR analizinde gecikme sayısı, SC veya AIC'ye göre tespit edilir. Ancak, AIC ve SC'ye göre belirlenen gecikme sayılarına göre yapılan analizlerde otokorelasyon problemiyle karşılaşılabilir. Bu nedenle, analizde gecikme sayısı otokorelasyon testi yapılarak araştırılmıştır. Otokorelasyonun olmadığı minimum gecikme sayısı, VAR analizinin ideal gecikme sayısı olarak alınmıştır. Tablo 7'ye göre ideal gecikme sayısı 2 olarak belirlenmiştir.

**Tablo 7: Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi**

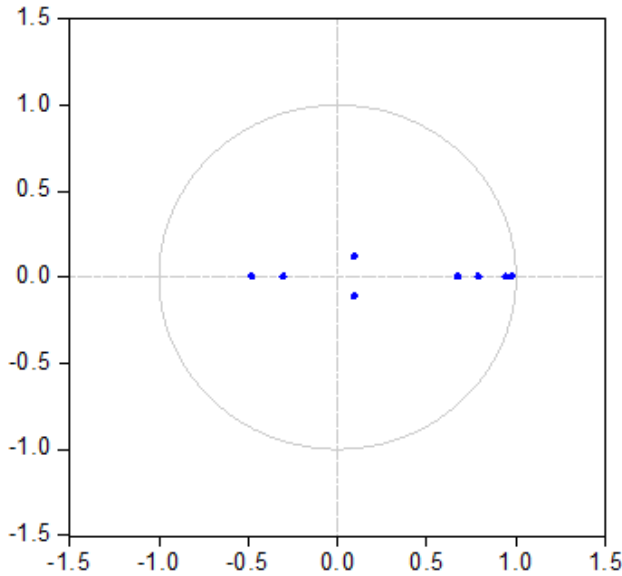
Gecikme Uzunluğu	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	382.2418	NA	6.36e-10	-9.824462	-9.702706	-9.775761
1	751.4190	690.4093	6.60e-14	-18.99790	-18.38911*	-18.75439*
2	769.1483	31.31416	6.34e-14*	-19.04281*	-17.94701	-18.60450
3	782.5874	22.34023	6.83e-14	-18.97629	-17.39347	-18.34318
4	795.0039	19.35040	7.62e-14	-18.88322	-16.81336	-18.05529
5	804.9596	14.48102	9.16e-14	-18.72622	-16.16934	-17.70349
6	821.2562	22.01104	9.47e-14	-18.73393	-15.69002	-17.51639
7	842.7322	26.77524*	8.71e-14	-18.87616	-15.34523	-17.46382

Not: \* işareti ilgili kritere göre uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

LR: Ardışık Uyumlaştırılmış LR test istatistiğini, FPE; Son tahmin kriterini, AIC; Akaike Bilgi Kriterini, SC; Schwarz Bilgi Kriterini, HQ; Hannan-Quinn Bilgi Kriterini göstermektedir.

### 3.5.6.4. VAR Modelinde Durağanlığının Sınanması ve Hata Terimine Ait Otokorelasyon ve Değişen Varyans (Heteroskedasite) Testleri

Model tahmin edildikten sonra hata terimlerine ait testlerin ve tahmin edilen VAR modelinin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Modelin durağanlığı veya istikrarlılığı katsayı matrisinin öz değerlerine (eigenvalue) bağlıdır. Eğer katsayı matrisine ait özdeğerlerin hepsi birim çemberin içinde ise, sistem istikrarlı ya da durağan denilmektedir. Özdeğerlerin en az bir tanesinin çemberin dışında kalması durumunda sistem durağan özellik göstermediğini ve yapılan modelin tutarlı sonuçlar vermeyeceğini göstermektedir (Özcan & Arı, 2011). Bu çalışmada katsayı matrisine ait öz değerlerin hepsi çemberin içinde yer almaktadır. Buradan modelin durağan ve istikrarlıdır.



**Şekil 10: VAR İstikrar koşulu**

Şekil 10 incelendiğinde, seçilen gecikme uzunluğunun VAR istikrar koşulunu sağlamakta olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, sistemin karakteristik kökleri birim çemberin içinde yer almaktadır. VAR istikrar koşulunun sağlanması güvenilir etki tepki fonksiyonu katsayılarının elde edilmesi için önem taşımaktadır.

Diğer bir aşama ise VAR modelinin yapısal açıdan bir sorun içerip içermediğinin test edilemesi için otokorelasyon LM ve değişen varyans (white heterodaksite) testleri uygulanmalıdır. Otokorelasyon testi sonuçlarına ait değerler aşağıdaki Tablo 8'de yer almaktadır.

**Tablo 8: LM Testi**

Gecikme	LM-istatistiği	Olasılık(probability)
1	25.03776	0.0615
2	17.73395	0.3397
3	23.67826	0.0968
4	20.78457	0.1869
5	24.61096	0.0770
6	15.50484	0.4880
7	4.597211	0.9974
8	13.72533	0.6192
9	17.80584	0.3354
10	18.22256	0.3110
11	7.964258	0.9499
12	10.21627	0.8551

Tahmin edilen VAR modelindeki hata terimleri arasında otokorelasyonun olup olmadığını test etmek için uygulanan LM test sonuçlarına göre, ele alınan 12 gecikme düzeyinde ve %5 anlamlılık düzeyinde otokorelasyon sorunun olmadığı gözlenmiştir.

Hata terimleri varyansının bütün örneklem için sabit olup olmadığını test edilmesi için uygulanan değişen varyans test (white heteroskedasite) sonucuna ilişkin bilgilere Tablo 9’da verilmiştir.

**Tablo 9: Değişen Varyans Testi**

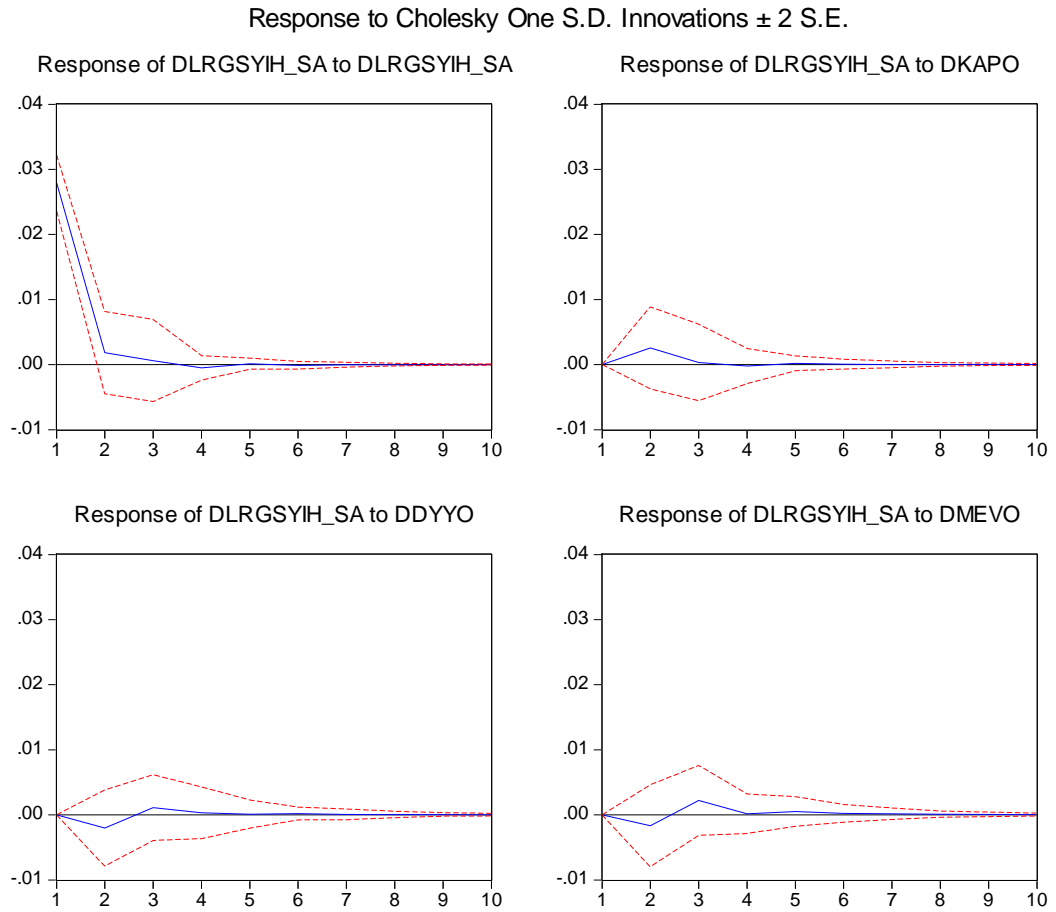
Ki-kare	df	Olasılık
96.45215	80	0.1016

Tablo 9’ın sonuçlarına göre, hata teriminin varyansının tüm gözlemler için değişmediği, yani değişen varyans sorunun olmadığını görülmektedir. Olasılık değerinin %5 düzeyinden büyük olması ana hipotezin kabul, altarnetif hipotezin ise reddedilmesi gerektiğini göstermektedir.

### 3.5.6.5. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

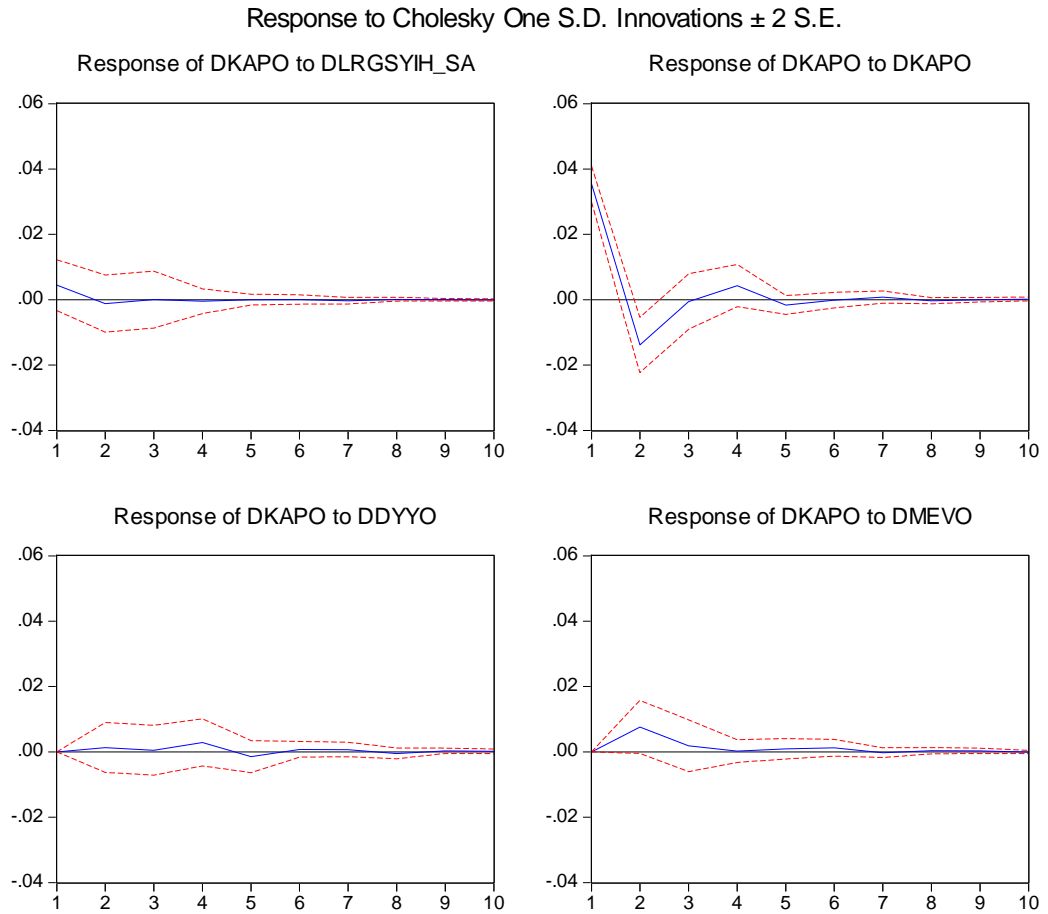
Etki-tepki fonksiyonları makroekonomik değişkenler arasındaki dinamik ilişkin ortaya çıkarılmasında önemli rol oynamaktadır. Etki-tepki fonksiyonları,

rassal hata terimlerinden birindeki bir standart sapmalılık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekte gösterdiği tepkinin derecesinin ve ne kadarlık bir süre sonrasında şokun etkisinin ortadan kalkacağıının ifadesidir. Bu çalışmada finansal gelişme DYY ve büyüme bağlamında ele alınan değişkenlerin hangi değişkenlerden etkilenip hangilerinden etkilenmedikleri; etkileniyorsa etkinin kaç dönem sürdüğü ve sonrasında dengeye geldiği incelenmeye çalışılmıştır. Bu nedenle kapitalizasyon oranı, reel gayri safi yurt içi hasıla, doğrudan yabancı yatırımlar ve mevduat oranına ait şokların birbiri üzerine etkileri 10 öngörü dönemi için etki tepki fonksiyonları yardımıyla incelenmiştir. Elde edilen bulgular Şekil 11’de verilmiştir. Şekil’de RGSYİH’nin diğer değişkenlerde meydana gelen şok karşısındaki tepkileri gösterilmiştir.



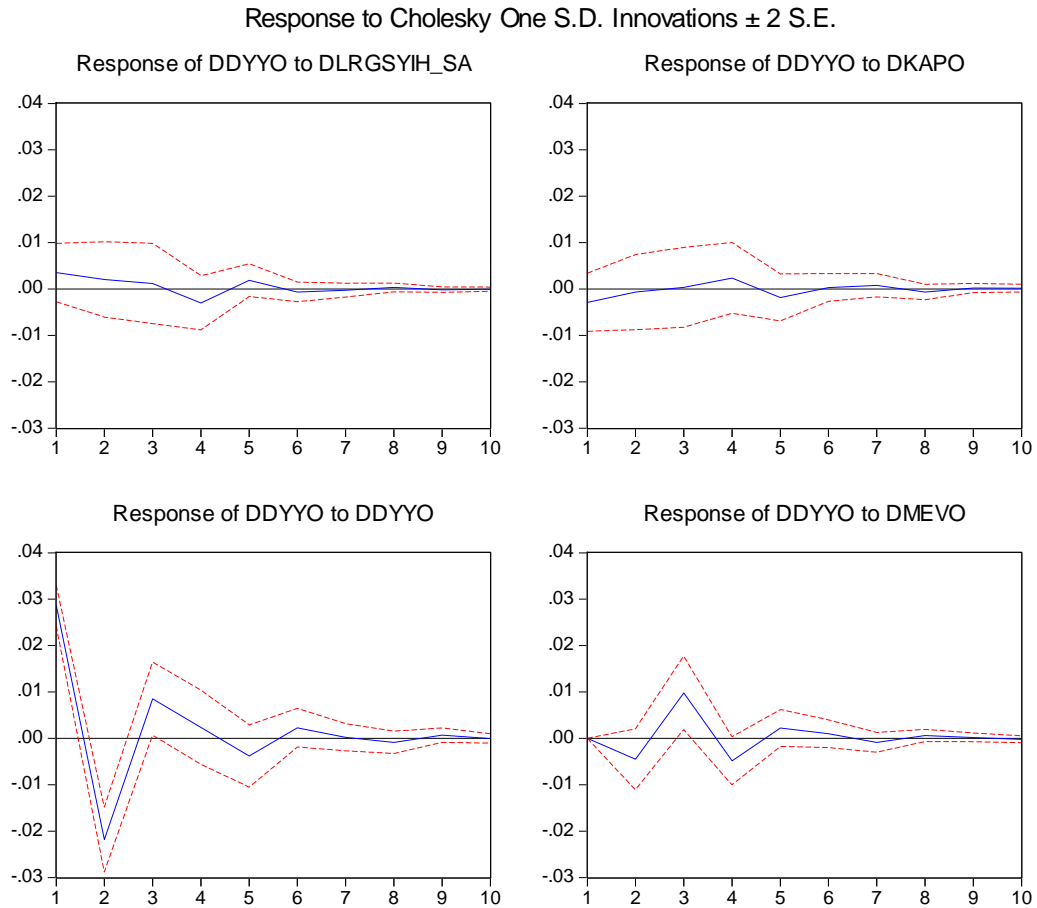
**Şekil 11: RGSYİH Etki Tepki Sonuçları**

RGSYİH kendisinden meydana gelen şoka ilk üç dönemde pozitif tepki vermektedir. Daha sonraki dönemler itibariyle tepkilerin sıfır etrafında hareket ederek önemsiz bir seyir izlediği görülmektedir. KAPO'da meydana gelen şoka RGSYİH'nın tepkisinin üçüncü döneme kadar pozitif tepki verdiği, ilerleyen dönemlerde tepkinin azalarak önemsiz hale geldiği görülmektedir. DYYO meydana gelen şoka, RGSYİH'nın tepkisinin ilk iki dönem negatif daha sonraki dönemlerde tepkinin pozitif dönüşerek sıfır etrafında seyrettiğinden önemsiz hale gelmektedir. MEVO'da meydana gelen bir şokun RGSYİH üzerindeki etkisi, ilk iki dönem negatif olmuş; daha sonraki dönemlerde ise tepki pozitive dönüşerek sıfır etrafında seyretmiş ve dolayısıyla etki kaybolmuştur. RGSYİH'nın DYYO ve MEVO'da meydana gelen şoklara karşı gösterdiği tepkinin benzer özellikler gösterdiği KAPO'ya gösterdiği tepkinin ise farklı olduğu söylenebilir.



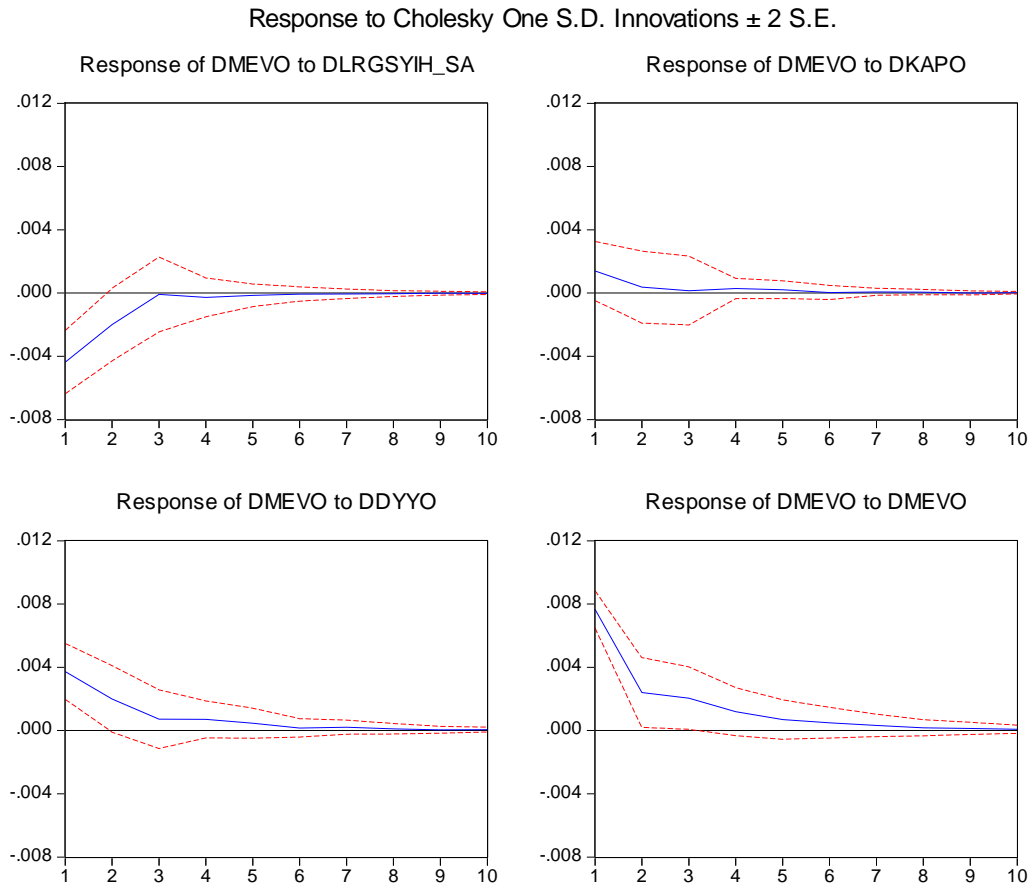
**Şekil 12: KAPO Etki Tepki Sonuçları**

KAPO'nun RGSYİH'da meydana gelen şoka ilk iki dönem pozitif tepki verdiği ilerleyen dönemler itibariyle tepkinin etkisinin azalarak sıfır etrafında seyreterek önemsiz hale geldiği görülmektedir. KAPO'nun kendisinden kaynaklı meydana gelen şoka karşı tepkisinin ilk iki dönem pozitif iken üçüncü dönemde negatife ve daha sonraki dönemde pozitifeye dönüşmüş, uzun dönemde ise bu etki ortadan kaybolmuştur. DYYO'da meydana gelen şoka karşı KAPO'nun tepkisinin bazı dönemler pozitif tepki versede genelde sıfır etrafında hareket ettiği görülmektedir. MEVO'da meydana gelen şoka karşı KAPO'nun tepkisinin ilk dört dönem pozitif olduğu diğer dönemlerde ise bu tepkinin etkisinin azalarak sıfır etrafında hareket ettiği gözlenmektedir. KAPO'nun kendisinden kaynaklı şoka verdiği tepkinin diğerlerine nazaran farklılık arz ettiği gözlenmektedir.



**Şekil 13: DYYO Etki Tepki Sonuçları**

DYYO'nun RGSYİH'da meydana gelen şoka verdiği tepki ilk üç dönemde pozitif olmuş; beşinci döneme kadar tepki negatif hale gelmiş; ilerleyen dönemde ise etki azalarak sıfır etrafında hareket etmiştir. KAPO'da meydana gelen şokun ilk üç dönem negatif görünümde olduğu ve beşinci dönemde tepkinin pozitif görünüme sahip olduğu görülmektedir. İlerleyen dönemler itibariyle etkinin azalarak sıfır etrafında hareket ettiği gözlenmektedir. DYYO'nun kendisinden kaynaklı şoka verdiği tepki ilk dönemde pozitif iken, ikinci dönemde negatife ve daha sonraki dönemlerde de pozitif dönüşmüş; uzun dönemde ise bu etki ortadan kaybolmuştur. MEVO'da meydana gelen şoka KAPO'nun verdiği tepkiye bakıldığında, tepkinin ilk iki dönem negatif ve daha sonraki dönemlerde pozitif dönüşerek zamanla etkinin ortadan kalktığı görülmektedir. KAPO'nun değişkenlere verdiği tepkinin şiddetinin birbirinden farklı olduğu, ancak tepkilerin yönü bakımından birbirine benzerlikler gösterdiği söylenebilir.



**Şekil 14: MEVO Etki Tepki Sonuçları**

RGSYİH’da meydana gelen şoka karşılık MEVO’nun verdiği tepkinin ilk üç dönemde negatif olduğu ve ancak bu tepkinin azalarak üçüncü dönemden itibaren ortadan kaybolduğu görülmektedir. KAPO’da meydana gelen şoka karşılık MEVO’nun tepkisinin pozitif azalan olduğu ve bu etkinin ilk üç döneme kadar devam ettiği; bu dönemden sonra ise etkinin ortadan kalktığı görülmektedir. DYYO’da meydana gelen şoka karşılık MEVO’nun tepkisinin pozitif azalan görünümde olduğu ve bu etkinin altıncı dönemden itibaren ortadan kalktığı gözlenmektedir. MEVO’nun kendisinden kaynaklı şoka karşı verdiği tepkinin etkisinin pozitif azalan olduğu; ancak bunun yedinci döneme kadar devam ettiği gözlemlenmektedir. Bu şokun etkisi bu dönemden sonra ortadan kalkmıştır.

Genel olarak değerlendirildiğinde, kısa dönemde mevduatların reel gayri safi yurtiçi hasıla şoklarına verdiği tepki negatif iken; doğrudan yabancı yatırımların ve sermaye piyasası kapitalizasyonunun tepkileri pozitif olmuştur.

### 3.5.6.6. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Varyans ayrıştırması, bir değişken üzerinde diğer değişkenlerin etkisi hakkında yani makroekonomik büyüklüğü etkileyen değişkenlerin hangisi olduğu konusunda bilgi vermesi açısından önemlidir. Çalışmada yer verilen varyans ayrıştırması etki tepki analizinde olduğu gibi 10 öngörü dönem için yapılmaktadır.

**Tablo 10: RGSYİH’nın Varyans Ayrıştırması**

Variance Decomposition of LRGSYIH_SA					
Period.	S.E	LRGSYIH_SA	KAPO	DYYO	MEVO
1	0.027736	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.038250	98.80220	0.290889	0.860259	0.046652
3	0.045745	97.62922	0.663035	1.582462	0.125286
4	0.051576	96.75771	0.989770	2.032752	0.219770
5	0.056300	96.14329	1.239119	2.294652	0.322935
6	0.060224	95.71069	1.413445	2.444182	0.431685
7	0.063539	95.40116	1.525560	2.528501	0.544782
8	0.066372	95.17400	1.589670	2.574513	0.661818
9	0.068814	95.00158	1.618312	2.597377	0.782733
10	0.070934	94.86502	1.621638	2.605766	0.907578

Tablo 10 incelendiğinde, RGSYİH’nın hata varyansının tamamına yakın bir kısmının kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Birinci dönemde RGSYİH değişkeni varyansının % 100’ü, değişkenin kendisi tarafından açıklanır. Dönem arttıkça bu oranda biraz düşüş olsa da yine de RGSYİH değişkeninin beşinci



dönemde % 96'si, onuncu dönemde ise % 94'ü yine kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Onuncu dönemde; RGSYİH değişkeninin % 1.62'si, KAPO % 2.60'ı DYYO ve % 0.90'luk kısmı ise MEVO tarafından açıklanmaktadır. Varyans ayrıştırma tablosundan RGSYİH'nın belirlenmesinde KAPO, DYYO ve MEVO gibi makroekonomik değişkenlerin çok küçük düzeyde etkisi oluşur.

**Tablo 11: KAPO'nun Varyans Ayrıştırması**

Variance Decomposition of KAPO					
Period.	S.E	LRGSYIH_SA	KAPO	DYYO	MEVO
1	0.035012	0.068511	99.93149	0.000000	0.000000
2	0.042570	0.220333	99.28054	0.168288	0.330836
3	0.046261	0.746184	98.0752	0.202599	0.975970
4	0.048563	1.528654	96.48592	0.184150	1.801277
5	0.050278	2.446738	94.66022	0.198220	2.694817
6	0.051709	3.409464	92.74104	0.267071	3.582425
7	0.052980	4.360105	90.83706	0.379696	4.423140
8	0.054143	5.268224	89.01550	0.517699	5.198572
9	0.055225	6.120229	87.31035	0.665873	5.903545
10	0.056241	6.912189	85.73378	0.814259	6.539776

Tablo 11 incelendiğinde, KAPO'nun hata varyansının tamamına yakın bir kısmının kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Birinci dönemde KAPO değişkeninin varyansının % 99'nun değişkenin kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Dönem arttıkça bu oranda biraz düşüş olsa da, yine de KAPO değişkeninin beşinci dönemde % 94'ü, onuncu dönemde ise % 85'i yine kendisi tarafından açıklanmaktadır. Onuncu dönemde KAPO değişkeninin % 6.9'nun RGSYİH, % 0.8'nin DYYO ve % 6.5'lik kısmı ise MEVO tarafından açıklanmaktadır. Varyans ayrıştırma tablosundan KAPO'nun belirlenmesinde RGSYİH, DYYO ve MEVO gibi makroekonomik değişkenlerin çok küçük düzeyde de olsa etkisinin giderek arttığını görülmektedir.

**Tablo 12: DYYO'nun Varyans Ayrıştırması**

Variance Decomposition of DYYO					
Period.	S.E	LRGSYIH_SA	KAPO	DYYO	MEVO
1	0.032858	1.280711	0.605973	98.11332	0.000000
2	0.035729	2.858399	0.848000	96.29325	0.000351
3	0.036452	4.665867	1.061116	94.27238	0.000640
4	0.036862	6.425512	1.236178	92.33760	0.000706
5	0.037215	8.028492	1.378149	90.59266	0.000695
6	0.037541	9.455051	1.493583	89.05053	0.000834
7	0.037838	10.71623	1.587619	87.69482	0.001331
8	0.038108	11.83046	1.664083	86.50311	0.002351
9	0.038351	12.81610	1.725940	85.45395	0.004015
10	0.038569	13.68948	1.775582	84.52853	0.006414

Tablo 12 incelendiğinde, DYYO'nun hata varyansının tamamına yakın bir kısmının kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Birinci dönemde DYYO değişkeninin varyansının % 98'nin değişkenin kendisi tarafından açıklanmaktadır. Dönem arttıkça bu orandaki düşüş hızla artmakta ve DYYO değişkeninin beşinci dönemde %90'ı; onuncu dönemde ise %84'nün yine kendisi tarafından açıklanmaktadır. Dönem arttıkça RGSYİH değişkenin payının arttığını ve onuncu döneme gelindiğinde DYYO değişkeninin % 13'nün RGSYİH, %1.7'nin KAPO ve %0.06'lik küçük bir kısmını ise MEVO tarafından açıklandığı görülmektedir. Varyans ayrıştırma tablosundan KAPO'nun belirlenmesinde RGSYİH'nin payının diğer değişkenlere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. KAPO ve MEVO gibi makroekonomik değişkenlerin çok küçük düzeyde de olsa etkisi giderek artmaktadır.

**Tablo 13: MEVO'nun Varyans Ayrıştırması**

Variance Decomposition of MEVO					
Period.	S.E	LRGSYIH_SA	KAPO	DYYO	MEVO
1	0.008924	21.92026	3.894303	6.761527	67.42391
2	0.012687	19.69878	10.39544	8.295334	61.61045
3	0.015643	18.08207	16.30704	8.603199	57.00769
4	0.018158	16.96395	21.10971	8.430696	53.49564
5	0.020370	16.20937	24.86938	8.117175	50.80408
6	0.022351	15.71362	27.78621	7.793831	48.70634
7	0.024146	15.40234	30.05619	7.504392	47.03707
8	0.025789	15.22362	31.83780	7.258667	45.67990
9	0.027303	15.14110	33.25113	7.054346	44.55343
10	0.028707	15.12902	34.38500	6.885546	43.60043

Tablo 13 incelendiğinde, MEVO'nun hata varyansının yarısından fazlasının kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Birinci dönemde MEVO değişkeninin varyansının %67'si değişkenin kendisi tarafından açıklanmakta; dönem arttıkça bu orandaki düşüş hızla artmakta ve DYYO değişkeni beşinci dönemde %50'si, onuncu dönemde ise %43'ü yine kendisi tarafından açıklanmaktadır. Dönem arttıkça KAPO ve RGSYİH değişkenin payı artmış ve onuncu döneme gelindiğinde MEVO değişkeninin % 15'i RGSYİH ve % 34'ü ise KAPO değişkeni tarafından açıklanmıştır. Diğer taraftan, DYYO'nun değişkeni açıklamadaki payında artış ve azalışların olduğu, ancak diğer değişkenlere nazaran açıklama gücünün % 6 gibi düşük oranlarda olduğunu görülmektedir. Varyans ayrıştırma tablosu genel olarak değerlendirildiğinde, MEVO'nun belirlenmesinde diğer değişkenlerin paylarının yüksek olduğu ve hata varyansının yarısından fazlasının diğer değişkenlerce açıklandığı söylenebilir.

### 3.5.6.7. Johansen Eşbütünleşme Testi ve Tahmin Sonuçları

Eşbütünleşme durağan olmayan seriler arasındaki korelasyonu incelemek için geliştirilmiş bir tekniktir. Eşbütünleşme testine göre bireysel durağan olmayan serilerin doğrusal kombinasyonları durağan ise, bu serilerin kointegre (eşbütünleşik) olduklarını ifade eder. İktisadi açıdan ise, bu seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Eşbütünleşme testlerinden en çok kullanılan testler Engle-Granger ve Johansen testidir. Engle-Granger testi eşbütünleşme vektör için en küçük kareler tekniğini kullanırken, Johansen testi en çok olabilirlik tekniğini kullanmaktadır. Çalışmamızda seriler arasında uzun dönemli ilişkinin incelenmesinde Johansen (1988) tarafından geliştirilmiş eş bütünleşme test

yöntemine başvurulmuştur. Tablo 14’de Johansen (1988) maksimum olabilirlik eş bütünleşme testi sonuçlarını verilmektedir. Gecikme sayısı, kısıtsız VAR modelinden Akaike (AIC) kriteri yardımıyla belirlenmiştir.

**Tablo 14: Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları**

İz(Trace) Testi				Maksimum Öz Değer (Eigen value) Testi			
H0	H1	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer	H0	H1	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer
$r=0$	$r \geq 1$	54.32928*	47.85613	$r=0$	$r=1$	28.78978*	27.58434
$r \leq 1$	$r \geq 2$	25.53950	29.79707	$r \leq 1$	$r=2$	15.89199	21.13162
$r \leq 2$	$r \geq 3$	9.647505	15.49471	$r \leq 2$	$r=3$	6.828356	14.26460
$r \leq 3$	$r \geq 4$	2.819149	3.841466	$r \leq 3$	$r=4$	2.819149	3841466

\* %5 önem düzeyinde temel hipotezin reddildiğini göstermektedir.

Eşbütünleşme analizi sonuçları, diziler arası uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Bu sonuca olabilirlik oran istatistiği değerleri ile tablo değerlerinin karşılaştırılması sonucunda ulaşılmıştır. Ho:  $r = 0$  (Eşbütünleşme 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 red edilmektedir. Dolayısıyla Trace test istatistiğine ve Max. Eigen test istatistiğine göre en az bir tane eşbütünleşme denklemi yazılabilmektedir. Yani seriler arasında bir tane uzun dönemli bir ilişki mevcuttur.

Reel GSYİH, kapitalizasyon oranı, doğrudan yabancı yatırımlar ve mevduat değişkenleri kullanılarak oluşturulan uzun dönemli ilişki aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır.

**Tablo 15: Normalize Edilmiş Eş Bütünleşme Vektörü**

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

Tablo 15 verilerine göre düzenlenen eşbütünleşme denklemi şu şekilde 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 denklemde gösterilmektedir. Denklemde de görüldüğü üzere MEVO'daki % 1'lik artış RGSYİH'ı %13 birim artırmaktadır. Bu değer oldukça yüksek çıkmıştır. DYYO'da meydana gelen bir birimlik artış RGSYİH'ı 0.38 birim artırmaktadır. Öte yandan sermaye piyasası kapitalizasyon oranı ile yurtiçi hasıla arasındaki ilişki teorik beklentinin tersi yönünde çıkmıştır. Bu durum Türkiye'de sermaye piyasasının kırılganlık yapısının yüksek düzeyde olduğundan, sermaye piyasasının iç ve dış şoklar karşısındaki duyarlılığını artırmasından kaynaklanabilir.

Çalışmada ele alınan dönem dikkate alındığında yurtiçi ve yurtdışında yaşanan olumsuzlukların 1994 ve 2001 yıllarındaki içsel şoklar,, 1997 (Asya krizi), 1998 (Rusya krizi), 2001 (ABD'de terör saldırısı), 2008 (mortgage krizi) yıllarında yaşanan dışsal şoklar, 27 Mayıs Gezi olayları sermaye piyasasının volatilitésinin yükselmesine neden olmuştur. Ayrıca ortalama %70 oranında yabancı katılımcıların yer aldığı İMKB'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 büyüme performansının olumsuz etkilendiği görülmektedir.

## SONUÇ

1980'lerin ikinci yarısından itibaren büyüme teorilerinde meydana gelen gelişmeler finans-büyüme tartışmalarına yeni bir boyut kazandırmıştır. Bu gelişmelerden hareketle finansal gelişme ile büyüme arasındaki ilişki de tekrar gündeme gelmiş ve finansal gelişmişlik düzeyi yüksek olan ülkelerin büyüme hızının da yüksek olacağı ileri sürülmüştür.

1980'li yılların ortalarından itibaren gelişen içsel büyüme modelleri geleneksel büyüme modellerinden farklı olarak, finansal ve dış ticaret liberalizasyonlarının dinamik etkileri üzerine yoğunlaşmaktadırlar. Geleneksel büyüme modellerinde teknoloji ve kaynakların dışsal kabul edilmesi sonucunda uzun dönemde büyüme oranlarının sıfıra yaklaşacağı; yani durağan duruma ulaşacağı ileri sürülmektedir. Ancak içsel büyüme modellerinde büyümenin uzun dönemde de devam edeceği görüşü hakimdir. Bu doğrultuda dışa açık ülkelerin yabancı sermaye ile kaynak açığını gidermesi, teknoloji ve bilgi transferi yoluyla üretimlerini artırması, uzun dönemde de büyümenin devam edeceğini varsaymaktadır. Bu bağlamda yeterli sermaye ve tasarruf birikimine sahip olmayan gelişmekte olan ülkeler, dünyada yaşanan konjonktürün de etkisiyle, gelişme stratejilerinde değişim ihtiyacı hissetmişlerdir. Böylece daha önce korumacı politikalar uygulayan ülkeler büyüme ve kalkınma sürecinde dışa açık politikaları benimsemeye başlamışlardır.

Dışa açık politikaların benimsenmesinde İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkan ve ülkeler arasında hızla yayılan doğrudan yabancı yatırımların payı da büyüktür. Çünkü Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik kalkınmalarını ve sürdürülebilir bir büyümeyi gerçekleştirebilmeleri için en etkin yollardan biri, teknoloji ve bilgi transferinin gerçekleşmesini sağlayan doğrudan yabancı yatırımlardır.

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 libelleşmesiyle birlikte dışa açık bir ekonomi konumuna gelmiştir. Bu süreç finansal sistemi sağlam yapıda olmayan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere krizleri de beraberinde getirmiştir. Bu krizler sonrasında finans sektöründe

-özellikle de bankacılık sektöründe- yeniden yapılanma gündeme gelmiştir. Bunun sonucunda Bankalar Kanunu'nda radikal değişikliklere gidilmiş, bankaların faaliyetlerinde denetim ve yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bankacılık sektöründe yapılan reformlar sayesinde, 2008 yılında ABD meydana gelen ve bütün dünyayı etkileyen küresel kriz Türk bankacılık sektörünü diğer gelişmekte olan ülkelerinki kadar etkilememiştir. Bunda 2001 krizi sonrası yapılan bankacılık reformlarının etkisi önemli rol oynamaktadır. 2008 Küresel Krizinde Türkiye'nin büyüme performansındaki olumsuz etkiler daha çok yabancı yatırım ve ihracat kanalıyla ortaya çıkmıştır. Bu süreç bir kez daha finansal sistemin ülke ekonomileri için ne derece önemli olduğunu göstermektedir.

Yapılan teorik ve ampirik çalışmalarda iyi işleyen finansal sistemin ekonomik büyümeye ve doğrudan yabancı yatırım girişlerine katkı sağlayacağı görüşü hakimdir. Bu genel görüş Türkiye bağlamında, bu araştırmanın temel hipotezini şekillendirmiştir.

Tezde 1992-2013 yılları arasında Türkiye ekonomisine ait üçer aylık veriler yardımıyla finansal gelişme, doğrudan yabancı yatırım ve büyüme arasında ilişki incelenmiştir. Bu değişkenlere ait veriler eşbütünleşme (koentegrasyon), Granger nedensellik testi ve son olarak VAR modeline bağlı olarak etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırmasıyla analiz edilmiştir.

Granger nedensellik sonuçlarına göre, mevduatların, doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde nedensel etkiye sahip olduğu görülmektedir. Diğer değişkenler (kapitalizasyon oranı, doğrudan yabancı yatırımlar, mevduatlar ve reel gayri safi yurtiçi hasıla) arasında ise, Granger anlamda nedenselliğin olmadığı saptanmıştır. Bu durumda belirlenen finansal gelişmişlik göstergeleri olan (kapitalizasyon oranı ve mevduatlar) ile büyüme arasında zayıf nedenselliğin olduğu saptanmıştır.

Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre, uzun dönemde vadeli ve vadesiz mevduatlarda meydana gelen % 1'lik artış reel gayri safi yurtiçi hasılayı % 13,2 oranında artırmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlarda meydana gelen bir birimlik artış ise reel gayri safi yurtiçi hasılayı 0,38 birim artırmaktadır. Diğer yandan, sermaye piyasası kapitalizasyon oranı ile reel gayri safi yurtiçi hasıla arasındaki ilişki teorik beklentinin tersi yönünde çıkmıştır. Kapitalizasyon oranındaki % 1'lik artış

reel gayri safi yurtiçi hasılayı % 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 büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Sonuç olarak; kısa dönemde büyümenin açıklanmasında, hem finansal gelişmişlik göstergelerinin, hem de doğrudan yabancı yatırımların önemi artmaktadır. Uzun dönemde ise, -sermaye piyasası değişkeni hariç- doğrudan yabancı yatırımlar ve mevduatlar büyümeyi olumlu etkilemektedir. Kısa dönemde finansal gelişmişlik göstergelerinin açıklanmasında, özellikle sermaye piyasası göstergelerinde mevduatlar ve doğrudan yabancı yatırımların payının büyük olduğu; büyümenin payı ise yeterli düzeyde değildir. Bunun yanında mevduatların açıklanmasında tüm değişkenler önemli rol oynamaktadır. Uzun dönemde ise doğrudan yabancı yatırım girişlerin artmasında hem finansal gelişmişlik göstergeleri, hem de büyümenin etkisi vardır. Uzun dönemde Türkiye’de büyümenin açıklanmasında banka temelli finansal yapının ağırlıkta olduğu; sermaye piyasasının ise yeterli derecede gelişmemesinden dolayı büyümeyi desteklemediği görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların büyüme katkısının ise pozitif olmakla birlikte, yeterli düzeyde değildir.

Dasti (2007)’nin de belirttiği gibi, Türk sermaye piyasası gelişimi önemli ölçüde yabancı yatırımcıların ilgisine bağlıdır. Doğrudan yabancı yatırım girişi portföy yatırımlarını da artıracaktır. Makro göstergeleri iyileştirecek doğrudan yabancı yatırımları çekmek sermaye piyasası gelişimi için önem arz etmektedir. Bu yüzden portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımların ülkeye gelmesi için teşvikler verilmelidir.



## KAYNAKÇA

- Acemoglu, D. (2007). *Introduction to Modern Economic Growth*. London: The Mit.
- Afşar, A. (2007). Finansal Gelişme ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki. 193.
- Aghion, P., & Howitt, P. (2009). *The Economics of Growth*. London: The Mit.
- Ağır, H. (2010). Türkiyede Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi. *BDDK*, 127.
- Ahmed, S. M., & Ansari, M. I. (1998). Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience. *Journal of Asian Economics*, 9, 503-517.
- Aizhan, K., & Diana, M. (2013). Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Gelişme:Kazakistan Örneği. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 4, 20-31.
- Aktan, O. (2000). Bölgesel Bütünleşmeler. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*,18, 32.
- Aktaş, H., & Kargın, M. (2007). Türk Bankacılık Sektöründeki Yabancı ve Ulusal Bankaların Finansal Oranlar Açısından Karşılaştırılması. *Yönetim ve Ekonomi*, 14, 50.
- Akyol Eser, K. (2012). Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri:Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politka Araçları. *Mesleki Yeterlilik Tezi*, 4,4. Ankara: TCMB.
- Alagöz, M. (2004). Sürdürülebilir Kalkınmanın Paradigması. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 1, 10.
- Al-Zubi, K. M., Al-Rjoub, S. A., & Abu-Mhareb, E. (2006). Financial Development and Economic Growth: A New Empirical Evidence from the MENA Countries. *Applied Econometrics and International Development*, 5, 2-5.
- Anwar, S., & Sun, S. (2011). Financial Development, Foreign Investment and Economic Growth in Malaysia, 22, 2.
- Apergis, N., Filippidis, I., & Economidou, C. (2007). Financial Deepening and Economic Growth Linkages: A Panel Data Analysis. *Review of World Economics*, 11, 143.
- Arestis, P., Demetriades, P., & Luintel, K. (2001). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets . *Journal of Money, Credit and Banking*, 33, 16-41.
- Aslan, Ö., & Korap, H. L. (2006). Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (İlke)*, 2.

- Aslan, Ö., & Küçükaksoy, İ. (2006). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama . *Ekonometri ve İstatistik*, 4, 12-28.
- Ateş, Ş. (1998). Yeni İçsel Büyüme Teorileri ve Türkiye Ekonomisinin Büyüme Dinamiklerinin Analizi . *Yayımlanmamış Doktora Tezi*. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ay, A. (2007). *Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Ayadi, R., Arbak, E., Ben-Naceur, S., & De Groen, W. P. (2013). *Financial Development, Bank Efficiency and Economic Growth across the Mediterranean*. MEDPRO Technical Report No.
- Ayaydın, H. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin İncelenmesi:Türkiye Örneği. 2-5.
- Aydemir, C., Arslan, İ., & Uncu, F. (2012). Doğrudan Yabancı Yatırımların Dünya'daki ve Türkiye'deki Gelişimi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23, 69 – 104.
- Aydıntan, B. (2003). Dışa Açılma Yolunda Stratejik Ortaklıklar ve Türkiye Açısından Önemi. *G.Ü.İ.İ.B.F Dergisi*, 2, 3-5.
- Babatunde, A. F. (2011). Financial Development, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Challenges for Developing Countries. *Business Economics*, 12, 3.
- Bagehot, W. (1873). *Description of the Money Market*. New York: Richard D. Irwin.
- Bağcı, F. (2009). 1980 Sonrası Türkiye'de Yabancı Sermaye Hareketleri ve Dış Politikaya Yansımaları. *Stratejik Araştırmalar Enstitüsü Güvenlik Stratejileri Dergisi Ulusal Hakemli Dergi*, 5, 139-142 .
- Bakın, B. (2011). The Causal Relationships among Economic Growth, Foreign Direct Investment and Financial Sector Development in East Asian Countries: An ARDL Approach. *The Degree of Master of Master of Science in The Department of Business Administration*. Ankara: Middle East Technical University.
- Bangake, C., & Eggoh, J. (2011). Further Evidence on Finance-Growth Causality: A Panel Data Analysis. *Journal Economic Systems*, 35, 2.
- Bank, W. (2001). *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*. A World Bank Policy Research Report.
- Barro, J., & Martin, S. (2003). *Economic Growth* . London: Mit Pres.

- BDDK. (2013). *Finansal Piyasalar Raporu*. Ankara: Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı.
- Beck, T., & Levine, R. (2002). Industry Growth And Capital Allocation: Does Having A Market- or Bank-Based System Matter? *National Bureau of Economic Research*, 64, 1-6.
- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28, 423–442.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1999). A New Database on Financial Development and Structure. *Oxford Journals*, 3-21.
- Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, 58, 195.
- Berber, M. (2011). *Büyüme Teorileri ve Kalkınma Ekonomisi*. Trabzon: Derya Kitabevi.
- Bozkurt, H. (2007). *Zaman Serisi Analizi*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Buckley, P. J. (2000). Regional Integration and Foreign Direct Investment in a Globalised World Economy. *European Union and the Race for Foreign Direct Investment in Europe* (s. 369). içinde Emerald Group.
- Büyükaşvarcı, A. (2006). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bankacılık Sektörü Örneği (1990–2005). 3.
- Calderona, C., & Liu, L. (2003). The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 72, 321–334.
- Canbaş, S., & Doğanlı, H. (2001). *Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*. İstanbul: Beta Basım .
- Carroll, C. D., & Weil, D. N. (1994). Saving and Growth: A Reinterperation. *Carnegie-Rochester*, 40, 133-192.
- Ceylan, R. (2010). Yakınsama Hipotezi: Teorik Tartışmalar. *Sosyo Ekonomi Dergisi*, 51.
- Chandra, R., & Sandilands, R. (2005). Does Modern Endogenous Growth Theory Adequately Represent Allyn Young? *Cambridge Journal of Economics*, 29, 463–473.
- Charles, I. J. (2007). *İktisadi Büyüme Giriş (Çev: Ateş, S, Tuncer, İ)* . İstanbul: Literatür Yayıncılık.

- Chee, Y. L., & Nair, M. (2010). The Impact of FDI and Financial Sector Development on Economic Growth: Empirical Evidence from Asia and Oceania: *International Journal of Economics and Finance*, 2, 107.
- Choong, C. (2012). Does Domestic Financial Development Enhance the Linkages between Foreign Direct Investment and Economic Growth? . *Empir Econ*, 34, 819–834.
- Chuang, Y. C., & Lin, C. (2007). Foreign Direct Investment, R&D And Spillover Efficiency: Evidence From Taiwan's Manufacturing Firms. 117-137.
- Çeştepe, H., & Mıstaçoğlu, T. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Entegrasyon: ASEAN ve MERCOSUR Örneği. *Yönetim ve Ekonomi*, 17, 96.
- Çetin, M., & Şeker, F. (2014). Ticari Açıklık ve Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi, . *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 1, 1.
- Çıkrıkçı, M. (1995). *Finansal Kurumlar ve Piyasalar 1*. Trabzon: Derya Kitabevi.
- Çinko, L., & Ak, R. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri. *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*. Eskişehir: Econ Anadolu, 3, 1.
- De-Gregorio, J. (1998). Financial Integration, Financial Development and Economic Growth . *Universidad de Chile*, 2, 1.
- Demetriades, P. O. (2008). New Perspectives on Finance and Growth. *World Economy & Finance*, 6, 1.
- Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996). Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries. *Journal of Development Economics*, 5, 387–411.
- Demir, O. (2002). Durgun Durum Büyümeden İçsel Büyümeye. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 7, 1.
- Demirel, O. (2006). Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyümeye Etkileri ve Türkiye Uygulaması. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Dibooglu, S., & Kibritcioglu, A. (2003). Inflation, Output Growth, and Stabilization in Turkey, 1980-2002. 2-5.

- 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*, 3, 239-252.
- Doğan, H. (2008). Türkiye’de Finans ve Reel Ekonomi İlişkisi: Schumpeter Haklı mıydı? İşletme ve Finans. *İktisat İşletme ve Finans*, 23, 49-79.
- Dönmez, A. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme ve Dış Ticaret Üzerine Olan Etkileri: Türkiye. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dumludag, D. (2009). An Analysis of The Determinants of Foreign Direct Investment in Turkey: The Role of The Institutional Context. *Journal of Business Economics and Management*, 12, 19-27.
- Dunning, J. (1993). Toward An Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests. *Journal of International Business Studies*, 15, 10-20.
- Dutta, N., & Roy, S. (2008). Foreign Direct Investment, Financial Development and Political Risks . *MPRA*, 44, 3-4.
- Ege, İ., Nazlıoğlu, Ş., & Bayrakdaroğlu, A. (2008). Financial Development and Economic Growth: Cointegration and Causality Analysis for The Case of Turkey. *Management and Administration Research Center*, 4, 1-5.
- Ekinci, A. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010) . *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6, 71-96.
- Elgar, E. (2003). The Theory of Economic Growth: A ‘Classical’ Perspective (Edt:Neri Salvadori). 11.
- Emery, D., Finnetery, J., & Stowe, J. (1998). *Pirinciples of Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall.
- Emir, M., Uysal, M., & Doğru, B. (2013). Ülkelerin Risklilik Durumu ile Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 27, 79-92.
- Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series*. John Willey and Song, Inc.
- Ergezen, B. (2006). Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasalar ve Türkiye Örneği. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul: T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.
- Erim, N., & Türk, A. (2005). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5, 21-45.

- Fitzgerald, V. (2006). Financial Development and Economic Growth: A Critical View. *Background Paper for World Economic and Social Survey*, 7.
- Gehring, A. (2013). Financial Liberalization, Financial Development and Productivity Growth, *An Overview, Discussion Paper*, 2.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- 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.
- Göz, D. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Adana: T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and The Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, 98, 1076-1107.
- Gujarati, D., & Porter, D. (2012). *Temel Ekonometri (Çev: Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen)*. İstanbul: Ezgi Kitabevi.
- Gundlach, E. (2007). The Solow Model in The Empirics of Growth and Trade . *Oxford Review of Economic Policy*, 23, 25–44.
- Günel, M. (2007). *Para Banka ve Finansal Sistem*. Ankara: Yeni Dönem.
- Güneş, S. (2013). Finansal Gelişmişlik ve Büyüme Arasındaki Nedensellik Testi: Türkiye Örneği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 14, 73-85.
- Güngör, B., & Yılmaz, Ö. (2008). Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye İçin Bir VAR Modeli. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22, 6.
- Hassan, M. K., Sanchez, B., & Yu, J. (2011). Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data . *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51, 88–104.
- Heriçourt, J., & Poncet, S. (2012). FDI and Credit Constraints: Firm-level Evidence from China. *CEPII research center*, 35, 5.
- Hermes, N., & Lensink, R. (2003). Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth, 145-150.

- Hicks, J. (1969). *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press.
- Hilber, C. A., & Voicu, I. (2010). Agglomeration Economies and The Location of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from Romania. *Regional Studies*, 44, 355–371.
- Hsiao, C., & Shen, Y. (2003). Foreign Direct Investment and Economic Growth: The Importance of Institutions and Urbanization . *Economic Development and Cultural Change*, 51, 885-887.
- Hsu, C. C., & Wu, J. (2006). FDI and Economic Growth: Revisiting the Role of Financial Market Development. 2-5.
- Huang, Y. (2005). What Determines Financial Development? *Bristol Economics Discussion Paper*, 6-11.
- İnce, M. (2011). Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth: An Emprical Analysis for Turkey. *The 2011 Barcelona European Academic Conference*, 445-447.
- Işığışok, E. (1994). *Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi*. Bursa: Uludağ Üniversitesi Kitabevi.
- Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models *Econometrica*, 59, 1551-1580.
- Kar, M., & Pentecost, E. J. (2000). Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue. *Economic Research Paper No. 00/27*, 3.
- Kar, M., & Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *KMU İİBF Dergisi*, 10, 8-13.
- Kar, M., Nazlıoğlu, Ş., & Ağır, H. (2011). Financial Development and Economic Growth Nexus in the MENA Countries: Bootstrap Panel Granger Causality Analysis. *Economic Modelling*, 28, 685–693.
- Karacaoğlan, Ç. (2011). Yabancı Sermayeli Bankaların Türk Bankacılık Sektörüne Girişi. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. İstanbul : Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kardaşlar, A. (2013). Döviz Kuru İle Makroekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.
- Karikari, J. A. (2010). Governance, Financial Liberalization, and Financial Development in Sub-Saharan Africa . 2.

- Karış, Ç., Tandoğan, D., & Akbulut, S. (2013). Türkiye'de Sigortacılık Sektörünün Ekonomik Büyümeye Etkisi:2002-2011. *17. Finans sempozyumu*, Muğla.
- Karlık, R. (2009). *Türkiye Ekonomisi'nde Yapısal Dönüşüm (Cumhuriyet'in İlanından Günümüze)*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Kaya, A., Coşkun, A., & Ekşi, H. (2013). Şirket Birleşme ve Devralmaların Şirketlerin Finansal Performansı Üzerine Etkisi: Topsis Analizi İle Bist'te Bir Uygulama. *17. Finans sempozyumu*, Muğla.
- Kaygusuz, M. (2012). *Yöneticiler İçin Finansal Yönetim ve Finansal Piyasalar*. . Bursa: Ekin Kitabevi.
- Kepenek, Y. (2014). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi kitabevi .
- Keskin, H. (2006, Temmuz 10). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türkiye'de Ekonomik Büyümeye Etkisi– Çin ve Tayland İle Karşılaştırmalı Analiz. *Yayımlanmamış Doktora Tezi*. İstanbul: T.C. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Ana Bilim Dalı.
- Kibritçiöğlü, A. (1998). İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme. *AÜ Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 53, 10.
- King, R. G., & Levine, R. (1997). "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right". *Quarterly Journal of Economics*, 23, 717-738.
- Klump, R., McAdam, P., & Willman, A. (2007). The Long-Term Success of The Neo-classical Growth Model,. *Oxford Review of Economic Policy*, 9, 94-114.
- Korgaonkar, C. (2012). Analysis of the Impact of Financial Development on Foreign Direct Investment: A Data Mining Approach *Journal of Economics and Sustainable Development*, 3, 3.
- Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2012). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. . Bursa: Ekin Yayınevi.
- Kothe, E., & Gestrin, S. M. (2013). International Investment Resumes Retreat. *OECD*, 8.
- Koyuncu, F. T. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların İktisadi Büyümeye Etkisi: Türkiye İçin Bir Ekonometrik Analiz. *Anadolu International Conference İn Economics*, Eskisehir: Econanadolu .
- Lauro, A., Chanda, A., Özcan, S. K., & Sayek, S. (2003). FDI and Economic Growth: the Rol of Local Financial Markets. *Journal of International Economics*, 1, 1.



- Lee, C.-C., & Chang, C.-P. (2009). FDI, Financial Development, and Economic Growth: International Evidence. *Journal of Applied Economics*, 12, 249-271.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, 6-18.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Market Development and Long-Run Growth. *World Bank Economic Review*, 10, 323-339.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46, 2.
- Lim, S. (2005). Foreign Investment Impact and Incentive: A Strategic Approach to the Relationship between the Objectives of Foreign Investment Policy and Their Promotion. *International Business Review*, 14, 61-76.
- Liu, Y. (2009). Factors Determining Location Choice of Foreign Direct Investment in China: A Perspective from An Inland Province. *Doctor of Philosophy in Management*. New Zealand: Massey University.
- Ljungwall, C., & Li, J. (2007). Financial Sector Development, FDI and Economic Growth in China . 3.
- Llewellyn, D. (1999). The Economic Rationale for Financial Regulation. *FSA Occasional Paper*, 1, 9.
- Lucas, R. (1998). On The Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42 .
- Luintel, K., Khan, M., Arestis, P., & Theodoridis, K. (2008). Financial Structure and Economic Growth. *Journal of Development Economic*, 86, 7.
- Mclean, B., & Shresta, S. (2002). International Financial Liberalisation and Economic Growth. *Economic Research Department Reserve Bank of Australia*, 2-12.
- Memon, Z., Khoso, M., & Laghari, I. (2011). Impact of FDI on Productivity and Financial Development: A Study on Asian Countries. 1-3.
- Mercan, M., & Peker, O. (2013). Finansal Gelişmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Ekonometrik Bir Analiz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8, 93-120.
- Mishkin, F. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. New York: Pearson-Addison Wesley.

- Moosa, İ. (2009). The Determinants of Foreign Direct Investment in MENA Countries: an Extreme Bounds Analysis. *Applied Economics Letters*, 16, 1559-1563.
- Morgan, H. M. (2013). Financial Development and Economic Growth: New Lessons from Small Open Economies. *MPRA Paper*, 3.
- Muratoğlu, Y. (2011). Ekonomik Büyüme ve İşsizlik Arasındaki Asimetrik İlişki ve Türkiye’de Okun Yasasının Sınanması. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Çorum: Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Nguyen, H., Duysters, G., Patterson, J., & Sander, H. (2008). Foreign Direct Investment Absorptive Capacity Theory. 5-9.
- Nonnenberg, M. J., & Mendonça, M. J. (2004). *The Determinants of Direct Foreign Investment in Developing Countries*. <http://ssrn.com/abstract=525462> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.525462> adresinden alındı
- Obstfeld, M. (1994). Risk, Diversification, and Growth. *The American Economic Review*, 84, 1310-1329.
- Omran, M., & Bolbol, A. (2003). Foreign Direct Investment, Financial Development, and Economic Growth: Evidence from The Arab Countries. *Middle East Econ. Fin.*, 1, 231–249.
- Orji, A., & Mba, P. N. (2011). Testing for Simultaneity: The Nexus between Foreign Private Investment, Capital Formation and Economic Growth Using Nigerian Data. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 10, 1-3.
- Otchere, I., Soumeré, I., & Yourougou, P. (2011). FDI and Financial Market Development in Africa. 3-5.
- Özcan, B., & Arı, A. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği. *Ekonometri ve İstatistik*, 12, 73.
- Özcan, B., & Arı, A. (2011). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Ampirik Bir Analizi: Türkiye Örneği. *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 14, 121-141.
- Özgen, F. B., & Güloğlu, B. (2004). Türkiye’de iç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi. *ODTÜ Gelisme Dergisi*, 31, 93-114.
- Parasız, İ. (2013). *Makro Ekonomi Teori ve Politika*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Patrick, H. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14, 174-189.

- Pradhan, P. R. (2010). Financial Deepening, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Are They Cointegrated. *International Journal of Financial Research*, 1, 1.
- Pyle, J. (1999). Economic Growth: Measurement . 4093-4094).
- Reichert, U., & 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*, 63, 153-171.
- Report, G. F. (2013). *Rethinking the Role of the State in Finance*. Washington, D.C: World Bank.
- Robinson, J. (1952). "The Generalization of the General Theory", in *The Rate of Interest and Other Essays*. London: MacMillan.
- Sahoo, D. (2012). Efficiency of The information and Teknology Sector of India and Its Relevance to Indian Economic Growth. *Journal of Infrastructure Development*, 4, 41.
- Samadi, S., Fathi, S., & Tahmasebi, S. (2011). Impact of Foreign Direct Investment on Financial Development Present to Political Corruption in the Countries of D-8, 3, 2-3.
- Sever, E. (2009). *Finans, Dış Ticaret ve Büyüme İlişkisi: Türkiye Analizi*. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Seyidoğlu, H. (2009). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sghaier, I. M., & Abida, Z. (2013). Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth: Empirical Evidence from North African Countries . *Journal of International and Global Economic Studies*, 6, 1.
- Shahbaz, M., & Rahman, M. M. (2012). The Dynamic of Financial Development, Imports, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Cointegration and Causality Analysis in Pakistan. *Global Business Review*, 13, 201–219.
- Shan, J. (2006). Does Financial Development 'lead' Economic Growth? A Vector Auto-regression Appraisal. *Applied Economics*, 1353-1367.
- Shaw, E. S. (2013, Ocak 15). Financial Deepening in Economic Development. *Finafrica Bulletin*, 8, 32-41.
- Soumaré, I., & Tchana, F. T. (2011). *Causality between FDI and Financial Market Development: Evidence from Emerging Markets*., <http://ssrn.com/abstract=1852168> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1852168> adresinden alındı

- Soumia, Z., & Abderrezak, B. (2013). Foreign Direct Investment, Financial Integration, and Growth: Panel Data Analysis for North African Countries , . *The 12th Annual GEP Postgraduate Conference*, (s. 1-3).
- Şahin, H. (2011). *Türkiye ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Taban, S., Günsoy, B., Günsoy, G., Erdinç, Z., & Aktaş, M. T. (2013). *İktisadi Büyüme Edt (Güler Günsoy ve Zeynep Erdinç)*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Tarı, R. (2008). *Ekonometri*. İstanbul: Avcı Ofset.
- Tatoglu, E., & Glaister, K. (2007). Determinants of Foreign Direct Investment in Turkey. *Thunderbird International Business Review*, 40, 279–314.
- TCMB. (2013, Mart 12). *Açıklamalı Terimler Sözlüğü*. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.htm#etkinpiyasa>:  
<http://www.tcmb.gov.tr> adresinden alındı
- Teker, S., & Özer, B. (2012). Sermaye Piyasaları Yapısal Karşılaştırması: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 2-3.
- Tiryaki, G. (2012). Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında). 26-34.
- Türkan, Y., & Polat, M. (2013). İstanbul'un Finans Merkezi Olma Sürecinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerine Etkisi. *17. Finans sempozyumu*, Muğla.
- Uygur, E. (2012). Doğrudan Yabancı Yatırımı Beklerken, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni* , 99.
- Ünalımsı, 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* , 1-11.
- Wie, T. K. (2005). The Major Channels of International Technology Transfer to Indonesia:An Assessment. *Journal of the Asia Pacific Economy*,10, 214–236.
- Yardımcı, P. (2006). İçsel Büyüme ve Türkiye'de İçsel Büyüme Etkileyen Faktörlerin Ampirik Analizi. *Yayımlanmamış Doktora Tezi*. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yeldan, E. (2010). *İktisadi Büyüme ve Bölüşüm Teorileri*. Ankara: Efil Yayınevi.

- Yeniél, M. S. (2009). The Relationship between Economic Growth and Financial Development in The EU Member and Candidate Countries: Evidence from Dynamic and Static Panel Data Models. 13-20.
- Zadeh, H. A., & Madani, Y. (2012). Financial Market Development, FDI and Economic Growth in Iran . *J. Basic. Appl. Sci. Res.*, 2, 228-230.

**Özgeçmiş****Kimlik Bilgileri**

Adı Soyadı: Cuma DEMİRTAŞ

Doğum Yeri: EREĞLİ

Doğum Yılı: 12/12/1987

**Eğitim Durumu** (Okul Adı ve Mezuniyet Yılı)

Lise: BELKAYA LİSESİ, 2005

Lisans: SELÇUK ÜNİVERSİTESİ, 2011

Yüksek Lisans: AKSARAY ÜNİVERSİTESİ, 2014

**Haberleşme Bilgileri**

Adres: AKSARAY ÜNİVERSİTESİ

Telefon: 0507 285 58 33

E-Posta: Cuma87demirtas@gmail.com

**Bilimsel Çalışmalar**

Fırat, E. & Demirtaş, C. (2012). Konjonktürel Teoriler Işığında Türkiye’de Yaşanan 2000-2001 Krizinin Değerlendirilmesi, Ekonomi Bilimler Dergisi, Cilt 4, No 1, ISSN: 1309-802.

## EKLER

### EK 1: Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisini İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmaların Özeti

Çalışma	Yıllar	Ülke	Değişkenler	Yöntem	Sonuç
Gurley ve Shaw	1955-1967	-	Teorik çalışma	Teorik çalışma	Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin gerekliliğini belirtmiştir.
Goldsmith (1969)	1860-1963	35 ülke	Teorik çalışma	Teorik çalışma	Finansal sistemin büyüklüğü ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulmuştur.
King ve Levine (1993)	1960-1980	80 ülke	Toplam krediler, Reel gayri safi yurt içi hasıla	Panel veri analizi	Finansal gelişmenin tüm göstergeleri, ekonomik büyüme oranlarıyla, fiziksel sermaye birikimiyle ve ekonomik verimlilik artışıyla çok güçlü bağlantılıdır.
Levine ve Zervos (1998)	1976-1993	Gelişmiş Ekonomiler	Reel gayri safi yurt içi hasıla, Borsa kapitalizasyon oranı	Yatay-kesit analizi	Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye öncülük ettiği hipotezini destekleyici sonuçlara ulaşılmıştır.
Beck, ve diğ., (1999)	1960-1997	Ülkeler arası	Reel gayri safi yurt içi hasıla, Borsa kapitalizasyon oranı	Yatay kesit çalışması ve dinamik panel teknikleri	Finansal gelişme ve uzun dönemli büyüme arasında eş zamanlılıktan kaynaklanmayan güçlü bir pozitif ilişki vardır.
Levine (2000)	1960 -1995	74 ülke,	Toplam krediler, Özel sektör kredileri, Reel gayri safi yurt içi hasıla	Yatay kesit analizi	Finansal gelişmenin büyümeyi artırıcı hipotezini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır
Arestis ve diğ.. (2001)	1974-1998	3 ülke	Reel gayri safi yurt içi hasıla, Toplam krediler, Borsa kapitalizasyon oranı	Standart Ekonometrik Teknikler	Talep takipli hipotezi destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır.
Calderon ve Liu (2003)	1960-1994	109 Ülke	Özel sektör kredileri, M2 para arzı, Reel gayri safi yurt içi hasıla	Panel veri analizi	Finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi sermaye birikimi ve verimlilik kanalıyla pozitif olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Shan (2006)	1985–1998	OECD ve	Toplam krediler, Reel gayri safi yurt içi hasıla	VAR Metodolojisi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki yönlü zayıf bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

		Çin Örneği			
Al-Zubi ve diğ. (2006)	1980-2001	11 Arap ülkesi	Kamu kredileri, Reel gayri safi yurt içi hasıla	Panel veri analizi	Analiz sonuçlarında finansal göstergelerin ekonomik büyümeyi etkilemediği yönünde bulgulara ulaşılmıştır
Apergis (2007)	1975-2000	65 ülke	Kişi başı reel gayri safi yurt içi hasıla, M3 para arzı ve likit yükümlülüklerin GSYİH oranı	Panel veri analizi	Finansal gelişme ile büyüme arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır
Bangake ve Eggoh (2010)	1964-2004	71 ülke	Reel gayri safi yurt içi hasıla, Özel sektör kredileri ve likit yükümlülüklerin GSYİH oranı	Panel veri analizi	Düşük ve orta gelirli ülkelerde finansal gelişme ve büyüme arasındaki kısa dönemli ilişki yok, yüksek gelirli ülkelerde ise ekonomik büyüme önemli ölçüde finansal gelişmeyi etkilemektedir.
Kar ve diğ. (2011)	1980-2007	MENA Ülkeleri	Reel gayri safi yurt içi hasıla, Özel sektör kredileri, Toplam krediler, M2 para arzı	Panel Granger Nedensellik Testi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik hakkında net bir yorum yapılamayacağını ifade etmiştir.
Hassan, Sanchez ve Yu (2011)	198-2007	168 Ülke	Toplam krediler, M3 para arzı, yurtiçi tasarrf oranı, Reel gayri safi yurt içi hasıla	Panel Veri Analizi	Gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Çoğu ülke için kısa dönemde karşılıklı nedenselliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Ayadi, ve diğ. (2013)	1985-2009	Akdeniz ülkelerine		Panel veri analizi	Banka denetimsizliklerin büyümeyi negatif etkilerken, borsa büyüklüğü ve likiditesi ise büyümeyi olumlu etkilemektedir.
Gehring (2013)	-	-	Teorik çalışma	-	Finansal gelişmenin hem pozitif hem de negatif etkisi vardır. Pozitif etkinin olabilmesi için verimlilik dinamiklerin harekete geçiren büyüme kanallarının oluşturulması gerekmektedir.



## EK 2: Finansal Gelişme ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasında İlişkiyi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmaların Özeti

Çalışma	Yıllar	Ülke	Değişkenler	Yöntem	Sonuç
Samadi, ve diğ. (2011)	1996-2009	8 ülke	Özel sektör kredileri, Doğrudan yabancı yatırımlar,	Panel veri analizi	DYY'lerin finansal gelişme üzerindeki negatif yozlaşma etkisini azalttığını göstermektedir.
Dutta ve Roy (2011)	1998-2010	97 ülkeye	Özel sektör kredileri, Doğrudan yabancı yatırımlar	Panel veri analizi	Finansal gelişmenin DYY üzerine etkisi finansal gelişmenin eşik seviyesine kadar olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır
Otchere, ve diğ. (2011)	1996-2009	Afrika ülkeleri	Özel sektör kredileri, Kapitalizasyon oranı, Doğrudan yabancı yatırımlar	Panel veri analizi, Granger nedensellik	Finansal gelişme ülkenin yabancı yatırımlar için daha fazla cazip hale gelmesine yardımcı olabilir
Memon, ve diğ. (2011)	2001-2008	Asya ülkeleri	Özel sektör kredileri, Doğrudan yabancı yatırımlar	Panel veri analizi	Finansal gelişmenin olduğu ülkelerde DYY'lerin büyümeyi pozitif etkilediği ortaya koymuştur.
Soumaré ve Tchana (2011)	1994-2006	29 ülke	Kapitalizasyon oranı, işlem hacmi ve finansal sistem likit yükümlülüklerin GSYİH'a oranı, doğrudan yabancı yatırımlar	Panel veri analizi	DYY ve borsa göstergeleri arasında çift yönlü ilişki olduğu, bankacılık göstergeleri ile arasındaki ilişkinin ise belirsiz olduğu görülmektedir.
Soumia ve Abderrezak (2013)	1990-2010	Kuzey Afrika ülkeleri	Kontrol değişkeni olarak (Ticari açıklık, döviz kuru, enflasyon oranı), doğrudan yabancı yatırımlar ve özel sektör kredileri	Panel veri analizi	Belirli finansal gelişmişlik düzeyinde DYY'lerin büyüme üzerinde pozitif rol oynadığı gözlenmiştir.
Çetin ve Şeker (2014)	1996-2011	OECD ülkeleri		Panel VAR modeline dayalı Granger nedensellik analizi	Ticari açıklık ve finansal gelişme değişkenleri uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilemektedir.

### EK 3: Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme Arasında İlişkiyi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmaların Özeti

Çalışma	Yıllar	Ülke	Değişkenler	Yöntem	Sonuç
Reichert ve Weinhold (2001)	1971-1995	24 gelişmekte olan ülkelerin	Doğrudan yabancı yatırımlar ve Reel GSYİH	Panel veri analizi	DYY'lerin büyüme üzerinde pozitif etkisin olduğunu
Hsiao ve Shen,(2003)	1976 -1997	23 gelişmekte olan ülke,	Doğrudan yabancı yatırımlar ve Reel GSYİH	Panel veri analizi	Sonuç olarak DYY ve büyüme arasında karşılıklı ilişki bulunmuştur
Moosa (2009)	1980-2007	18 Orta Dogu ve Kuzey Afrika ülkeleri	Doğrudan yabancı yatırımlar ve Reel GSYİH	Kesit veri analizi	DYY'leri çekme konusunda genelde büyüyen ekonomiler, eğitim ve ar-ge önem veren ülkeler, düşük riskli ülkeler vb. DYY çekme konusunda diğer ülkelere göre avantajlı olduğunu
Orji ve Mba (2010)	1970-2010	Nijerya	Doğrudan yabancı yatırımlar ve Reel GSYİH	İki aşamalı en küçük kareler yöntemi	Uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde sermaye birikimin ve DYY'lerin uzun dönemli etkisin olduğu sonucuna ulaşılmıştır
Aizhan ve Diana,(2013)	1993-2011	Kazakistan	Doğrudan yabancı yatırımlar ve Reel GSYİH		DYY'lerin büyümeye önemli derecede katkı sağladığı gözlemlenmiştir

#### EK 4: Finansal Gelişme, Doğrudan Yabancı Yatırım ve Büyüme İlişkisi İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmaların Özeti

Çalışma	Yıllar	Ülke	Değişkenler	Yöntem	Sonuç
Hermes ve Lensink (2000)	1970-1995	67 ülke	Kişi başı büyüme oranı, Doğrudan yabancı yatırımların ve Özel sektör kredilerin GSYİH'a oranı	Panel veri analiz	67 ülkeden 37 finansal gelişmeye sahip ülkenin DYY çekmede diğer ülke örneklerine göre daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Alfaro, vd,(2003)	1975-1995	Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler	Kişi başı büyüme oranı, Doğrudan yabancı yatırımların, Özel sektör kredileri ve Borsa kapitalizasyonun GSYİH'a oranı	Kesit veri analizi (cross-country data)	Sonuçlar tek başına DYY'lerin büyüme üzerine etkisinin belirsiz olduğu; fakat iyi organize olmuş finansal piyasalı ülkelerin DYY'lerden önemli ölçüde faydalandığını göstermektedir.
Omran ve Bolbol (2003)	1975-1999	Arap ülkeleri	Reel GSYİH, Doğrudan yabancı yatırımların, Özel sektör kredileri ve Borsa kapitalizasyonun GSYİH'a oranı	Panel veri analizi	Sonuçlar, finansal gelişmenin belli eşik seviyeye ulaşması durumunda DYY'lerin büyüme üzerine etkisi önemli ölçüde artmaktadır. Nedenselliğin yönü DYY'lerin finansal gelişmeye neden olduğu şeklindedir
Hsu ve Yi Wu (2006)	1975-2005	71 ülke	Doğrudan yabancı yatırımlar, Özel sektör kredileri, Borsa kapitalizasyonun GSYİH'a oranı ve bankaların likit değerlerin merkez bankası değerleri içindeki payı	Kesit veri analizi (cross-country data)	Sonuçlar daha iyi organize olmuş finansal piyasaların ekonomik büyümeyi hızlandırmak için daha fazla DYY'lerden faylanmanın gerektiğini vurgulamışlardır
Ljungwall ve Li,(2007)	1986-2003	Çin	Kişi başına GSYİH, Doğrudan yabancı yatırımlar, Özel sektör kredileri ve M2 para arzının GSYİH'a oranı kullanılmıştır	Genelleştirilmiş momentler metodu (Generalized Method of Moment)	DYY ve finansal gelişme etkileşiminin büyümeyi artırdığı
Lee ve Chang (2009)	1970-2002	37 ülke	Reel GSYİH, Doğrudan yabancı yatırımlar ve Özel sektör kredilerin GSYİH'a oranı kullanılmıştır.	Eşbütünleşme ve hata düzeltme modelleri	DYY, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki olduğunu, finansal gelişmişlik göstergelerinin büyüme üzerinde DYY'lerden daha fazla etkiye sahip olduğu gözlenmiştir.
Chee ve Nair (2010)	1996-2005	44 ülke	Kişi başına GSYİH, Doğrudan yabancı yatırımlar ve Özel sektör kredilerin GSYİH'a oranı kullanılmıştır.	Panel veri metodu	Finansal gelişmenin, DYY'lerin büyüme üzerinde etkisini arttırmaya yardımcı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Pradhan(2010)	1970-2007	Hindistan	Kişi başına GSYİH, Doğrudan	Johansen eşbütünleşme	DYY ve büyüme arasında çift yönlü, finansal gelişmeden

			yabancı yatırımlar ve M2 para arzının GSYİH'a oranı kullanılmıştır.	teknîği	DYY'lere ise tek yönlü nedenselliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Babatunde (2011)	1980-2007	60 Gelişmekte olan ülke	Reel GSYİH, Doğrudan yabancı yatırımlar, Özel sektör kredileri, Borsa kapitalizasyonunun GSYİH'a oranı ve bankaların likit değerlerin GSYİH'a oranı kullanılmıştır.	Dinamik panel veri ve eşbütünleşme analizi (co-integration)	Finansal gelişme ve DYY teşvik politikalarının gelişmekte olan ülkelerin büyümesi için gerekliliği vurgulanmaktadır.
Shahbaz ve Rahman (2012)	1990-2008	Pakistan	Reel GSYİH, yurtiçi kredilerin özel sektör kredilere oranı, Doğrudan yabancı yatırımlar	Otoregresif Dağıtılmış Lag (ARDL) sınır testi yaklaşımı ve Vektör HataDüzeltilme modeli(Vector Error Correction Model)	Finansal gelişme, ithalat, DYY ve büyüme arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını onaylamaktadır.
Zadeh ve Madani(2012)	1971-2008	İran	Kişi başına GSYİH, Doğrudan yabancı yatırımlar ve Özel sektör kredilerin GSYİH'a oranı kullanılmıştır.		Eşik seviye,- özel sektör kredilerinin GSYİH'a oranı olarak alınmış-, ulaşmadıysa büyümeyi negatif etkiliyor. Ters durumda DYY'lerin büyüme üzerinde etkisi pozitif olmaktadır.
Korgaonkar (2012)	1980-2009	78 ülke	Reel GSYİH, piyasa işlem hacmi, özel sektör kredileri ve doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'a oranı kullanılmıştır.	Veri madenciliği tekniği	Finansal gelişmenin, DYY'lerin büyüme üzerine etkisinin pozitif olması için bir ön koşul olduğu sonucuna ulaşılmıştır
Sghaier ve Abida (2013)	1980-2011	4 kuzey afrika ülkesi	Kişi başı GSYİH, Bankacılık sektörü tarafından sağlanan krediler ve doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'a oranı kullanılmıştır.	Genelleştirilmiş momentler metodu (Generalized Method of Moment)	DYY ve büyüme arasında pozitif ilişki ve DYY 'dan daha fazla faydalanmak için finansal sistemin gelişmesini sağlayıcı politikaların gerekliliğini vurgulamaktadır.
Gharib (2013 )	1977-2011	Japonya	Reel GSYİH, M2 para arzı, yurtiçi krediler ve doğrudan yabancı yatırımların Reel GSYİH'a oranı ayrıca özel sektör kredilerin toplam yurtiçi kredilere oranı kullanılmıştır.	Otoregresif Dağıtılmış Lag (ARDL) sınır testi yaklaşımı ve Vektör HataDüzeltilme modeli(Vector Error Correction Model)	Üç değişken arasında uzun dönemli, bir denge ilişkisinin olduğunu göstermektedir.

### EK 5: Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişisini Türkiye Örneğinde İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmaların Özeti

Çalışma	Yıllar	Ülke	Değişkenler	Yöntem	Sonuç
Kar ve Pentecost (2000)	1963-1995	Türkiye	M2Y/Gayri Safi Milli Gelir (GSMH), Banka Mevduat Yükümlülükler/ GSMH, Özel Sektör Krediler/GSMH, ÖzelSektör Kredileri/Toplam Yerel Krediler, Toplam Yerel Krediler/GSMH	Eşbütünleşme Analizi Hata Düzeltme Modeli	Çalışmada finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin yönü seçilen finansal gelişme göstergesine bağlı olarak değişebileceği sonucuna varmışlardır.
Ünalmiş (2002)	1970-2001	Türkiye	M2Y/GSMH,BankaMevduatYükümlülükler/GSMH, Özel Sektör Krediler/GSMH, ÖzelSektör Kredileri/Toplam Yerel Krediler, Toplam Yerel Krediler/GSMH ile Kişi Başına Milli Gelirdeki Değişim	VECM Modeli	Kısa dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru (bir değişken dışında) bir nedensellik vardır. Uzun dönemde karşılıklı etkileşim vardır.
Aslan ve Küçükaksoy (2006)	1970-2004	Türkiye	Özel Sektör Kredi Hacmi Büyüklüğü ve Reel GSYİH	Granger Nedensellik Testi	Finansal gelişmenin ekonomik büyümenin nedeni olduğu yani ekonomik büyümeyi desteklediği sonucunu elde edilmiştir.
Aslan ve Koralp (2006)	1987-2004	Türkiye	M2Y para arzı ve Özel sektör kredilerin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'ya oranı, Reel GSYİH	Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik	Eşbütünleşme analizine göre, finansal gelişme göstergeleri ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki bulunmaktadır. Buna karşın, finansal gelişme ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü finansal gelişmişlik göstergelerine göre değişebilmektedir.
Güngör ve Yılmaz (2008),	1987-2005	Türkiye	Özel sektöre verilen kredilerin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'ya oranı, İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerlerinin GSYİH'ya ve GSYİH'nın büyüme oranı	Johansen- Juselius eş-bütünleşme ve Granger nedensellik testiyle incelenmiştir.	Sermaye piyasası gelişimi ile büyüme arasında çift yönlü ilişki, büyümeden bankacılık sektörüne doğru tek yönlü bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır.
Ege vd (2008)	1987-2007	Türkiye	M2Y/GSYİH, Banka Mevduatları/GSYİH, Yerel Krediler/GSYİH, Özel Sektör Kredileri/GSYİH, Özel Sektör Kredileri/Toplam Yerel Krediler, Likit Yükümlülükler/GSYİH ve GSYİH/Tüketici Fiyat	ARDL, Nedensellik Analizleri	Ekonomik büyüme finansal gelişmişliğin nedenidir.

			Endeksi		
Doğan (2008),	1999-2006	Türkiye		VAR modeli, eşbütünleşme ve hata düzeltme modeline dayalı (VECM) Granger nedensellik testi	Uzun dönemde finans ve büyüme arasında tek yönlü nedenselliğin olduğunu göstermektedir.
Özcan ve Arı (2011)	1998-2009	Türkiye	Özel sektör kredileri, reel GSYİH	VAR Analizi	Ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedenselliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. (Talep izleyici hipotez doğrulanmıştır)
İnce (2011)	1980-2010	Türkiye	M2 para arzı (broad money as ratio of GDP) (M2/GDP=M), yurt içi kredilerin (domestic credits as ratio of GDP) ve borsa kapitalizasyon (stock marketcapitalization) gayri safi yurtiçi hasılaya oranı	Eşbütünleşme Analizi,Granger Nedensellik Analizi	Ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasında kısa dönemde güçlü bir ilişki olsa da uzun dönemde bu ilişkinin ortadan kalktığı sonucuna ulaşılmıştır.
Güneş(2013)	1988-2009	Türkiye	Büyüme, finansal istihdam ve M2 para arzı	Eşbütünleşme analizi sınır testi analizi	Finansal gelişmenin Türkiye’de iktisadi büyümeye neden olmadığına ulaşılmıştır.
Mercan ve Peker (2013)	1992-2010	Türkiye	Gayrisafi yurtici hasıla, M2Y para arzı, Özel sektöre verilen krediler	Sınır testi analizi	Uzun dönem analizinde finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiki olarak anlamlı, kısa dönem analizinde ise hata düzeltme katsayısı istatistiki açıdan negatif ve anlamlı yani uzun dönem denge düzeyine yakınsamaktadır.

**EK 6: Doğrudan Yabancı Yatırım ve Ekonomik Büyüme İlişisini Türkiye Örneğinde İnceleyen Teorik ve Ampirik Bazı Çalışmaların Özeti**

Çalışma	Yıllar	Ülke	Değişkenler	Yöntem	Sonuç
Keskin (2006)		Türkiye Çin ve Tayland	GSYİH ve DYY		Türkiye’de büyüme ile DYY arasında doğrudan korelasyon bulunmasına karşın istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bunun sebebi DYY’lerin boyutunun yüksek olması ve katma değeri yüksek sektörlere kaydırılmasıdır.
Demirel (2006)	1989-2005	Türkiye	GSYİH ve DYY, Enflasyon oranı, İhracat büyüme hızı	Üç aşamalı kareler (3SLS) yöntemi	Sonuçlarına göre Türkiye’de DYY girişleri büyümeyi pozitif etkilemektedir.
Ayaydın (2010)	1970-2007	Türkiye	GSYİH ve DYY	VAR analizi	DYY ve büyüme arasında güçlü bir ilişkinin olduğu ve DYY’lerden büyümeye doğru tek yönlü nedensellik saptanmıştır.
Ekinci (2011)	1980-2010	Türkiye	DYY ile büyüme ve istihdam verileri	Granger nedensellik analiziyle	Sonuçlara göre, DYY ve büyüme arasında çift yönlü bir ilişki vardır; ancak, DYY ile istihdam arasında ilişki tespit edilememiştir.
Koyuncu (2011)	1990-2010	Türkiye	GSYİH ve DYY	Granger nedensellik ve VAR analiziyle	Granger nedensellik analizine göre, değişkenler arasında karşılıklı ilişkinin olduğu; Etki-tepki analizinde ise; DYY’larda meydana gelen artışın büyümeyi artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.
Doğan (2013)	1979-2011	Türkiye	GSYİH ve DYY	Johansen eşbütünleşme Granger nedensellik analiziyle incelenmiştir.	Johansen eşbütünleşme testi sonucu iki serinin bütünlük olduğu ve uzun dönemde pozitif ilişkinin olduğu gözlenmiştir. Granger nedensellik testi sonucuna göre ise, çift yönlü ilişki tespit edilmiştir.

