



Doğrudan Yabancı Sermaye Girişlerinin Finansal Gelişme ve Ticari Açıklık İle Olan İlişkisi: E7 Ülkeleri Örneği

The Relationship of Foreign Direct Investment Inflows with Financial Development and Trade Openness: Case of E7 Countries

Efe Can Kılınç¹

¹Dr. Öğr. Üyesi, Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonometri Bölümü, efecankilinc@kku.edu.tr Orcid Id: 0000-0002-3139-0684

MAKALE BİLGİSİ

Anahtar Kelimeler

*Doğrudan Yabancı Sermaye Girişleri,
Finansal Gelişme,
Ticari Açıklık,
Panel Nedensellik*

Makale Geçmişi:

*Geliş Tarihi: 02 Mayıs 2020
Kabul Tarihi: 05 Haziran
2020*

ARTICLE INFO

Keywords

*Foreign Direct Investment Inflows,
Financial Development,
Trade Openness,
Panel Causality*

Article History:

*Received: 02 May 2020
Accepted: 05 June 2020*

ÖZET

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları; hedef ülkelerin başta sermaye yetersizliğinin gidermesinin yanı sıra teknoloji transferini sağlaması, istihdama katkı vermesi, kurumsal vergi gelirlerini artırması ve bunlara bağlı olarak ekonomik büyüme ve kalkınmaya katkıda bulunması gibi sebeplerden ötürü ülke ekonomileri için değerli bir kaynak olarak görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyleri ve uluslararası ticaret olan açıklık düzeylerinden etkilenmektedir. E7 ülkelerinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları, finansal gelişme ve ticari açıklık arasındaki ilişkinin Konya (2006) Bootstrap Panel Granger nedensellik testi kullanılarak incelendiği bu çalışmanın temel bulguları, finansal gelişmeden doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermiştir. Diğer taraftan, ticari açıklık ile doğrudan yatırımlar arasında ise herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

ABSTRACT

Foreign direct investment; it is considered as a valuable resource for the economies of the country for reasons such as providing the technology transfer, contributing to employment, increasing corporate tax revenues and consequently contributing to economic growth and development, as well as the compensate for the lack of capital of reporting countries. Foreign direct investment is influenced by the financial development levels of countries and the level of openness in international trade. The main findings of this study, which examined the relationship between foreign capital investments, financial development and trade openness in E7 countries using Konya (2006) Bootstrap Panel Granger causality test, there is a one-way causality relationship from financial development to foreign direct investments. On the other hand, no causality relationship has been detected between trade openness and foreign direct investments.

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (DYY), ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınma sürecinde ihtiyaç duydukları unsurlardan bir tanesidir. DYY, ülkenin sermaye oluşumuna katkı sağlamasının yanında, yeni üretim süreçleri ve teknikleri, yönetimsel beceriler, sermaye mallarının yeni türlerini sunmak suretiyle ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Ekonomik büyüme oranlarını artırmak isteyen özellikle de gelişmekte olan ülkeler DYY'yi kendi ülkelerine çekebilmek için; vergi düzenlemeleri, yatırım teşvikleri ve serbest ticaret bölgeleri gibi birtakım düzenlemeler yapmakta ve teşvikler geliştirmektedir. Bununla birlikte, Grossman ve Helpman (1991) ile Barro ve Sala-i-Martin (1995) büyüme yaklaşımlarında, teknolojik değişimin ekonomik büyüme sürecindeki önemi ele alınmakta,

ekonomik büyüme oranlarını artırmak isteyen gelişmekte olan ülkelerin, teknolojik fikirleri ve becerileri transfer etmesinin yollarından birisi olarak DYY görülmektedir (Alsmadi ve Oudat, 2019: 27-28; Hermes ve Lensink, 2003: 3-4). DYY'nin ülke ekonomileri üzerinde doğrudan etkilerinin yanı sıra yayılma etkileri de ortaya çıkabilmektedir. DYY'nin; hedef ülkenin sermaye stokunu, teknoloji düzeyini, istihdamını ve kurumsal vergi gelirlerini artırması doğrudan etkileri olarak ifade edilirken, görece büyük firmalardan küçük firmalara teknoloji yayılımı ise yayılma etkileri olarak açıklanmaktadır (Chung, 2014: 13).

DYY, bir ülkenin finansal sistemi ve finansal açıdan gelişmişlik düzeyi ile yakından ilişkilidir. Finansal sistem; tasarrufları harekete geçirme, kaynakların tahsisi, yabancı sermayeyi ülkeye çekme, mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırma gibi birçok hizmeti sağlamaktadır. Gelişmiş finansal sisteme sahip ülkelerde yabancı sermaye girişleri aynı zamanda bankaların ve diğer finansal kuruluşların hanchalklarına, özel ve kamu sektörlerine kredi verme kabiliyetlerini olumlu etkileyecektir. İyi kurgulanmış ve iyi işleyen bir finansal sistem, yatırımcılara güven ortamı tesis ederek yatırımların ana ülkeye akmasını sağlayabilmektedir. Bu anlamda ülkelerin finansal açıdan gelişmesi, yerli ve yabancı sermaye arasındaki yayılım maliyetlerini düşürebilmektedir.

Uluslararası ticaret açıklık, finansal kaynakların ekonomik büyüme ve kalkınma için harekete geçirilmesini sağlayabilmektedir. Aynı zamanda bir ülkenin ticari açıklık derecesi dikey DYY açısından önemlidir. Bu bağlamda ticari açıklığın artması çok uluslu şirketlerin hedef ülkedeki yatırımlarının önünü açabilmektedir.

Bu çalışmada, E7 ülkelerinde (Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika, Rusya ve Türkiye), ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınma süreçlerinde kilit roller üstlenen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının (DYY) finansal gelişmişlik ve ticari açıklık ile olan ilişkisi ekonometrik yöntemler kullanılarak analiz edilmektedir. Bilindiği gibi yeni sanayileşen ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınma süreçlerinde DYY yatırımları, finansal gelişmişlik ve ticari açıklık önemli bir rol üstlenmektedir. DYY bir yandan ülkeye sermaye birikimi sağlarken bir yandan da yeni teknolojilere erişme ve toplam faktör verimliliğini artırma olanağı sağlamaktadır. Gelişmiş bir finansal sisteme sahip olarak finansal kaynakların daha etkin kullanımını sağlarken, aynı zamanda yabancı sermayeyi cezbedebilmektedir. Finansal gelişme; kaynakların dağıtımında verimli olunması, işlem maliyetinin düşürülmesi, finansal sözleşmeler ve likidite kanalları vasıtasıyla doğrudan yabancı yatırımları etkileyebilir (Khan ve Khan, 2019: 2-3). Ticari açıklık ise ihracat odaklı DYY girişlerini sağlayabilmektedir. Gelişmekte olan piyasa ekonomileri arasında en hızlı büyüme kaydeden ülkeleri olan; Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika, Rusya ve Türkiye açısından, ticari olarak diğer ülkelere entegre bir yapıya ve gelişmiş bir finansal sisteme bağlı olarak ülkeye gelecek doğrudan yatırımlara ihtiyaç vardır.

Bu bağlamda çalışma 4 kısım olarak tasarlanmıştır. Birinci kısımda DYY girişleri, finansal Gelişme ve ticari açıklık ilişkisi, ikinci kısımda bu ilişkiyi konu edinen çalışmaların özeti, üçüncü kısımda ise ekonometrik analizler yer almaktadır. Sonuç ve değerlendirme kısmı ile çalışma tamamlanmaktadır.

1. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ İLE FİNANSAL GELİŞME VE TİCARİ AÇIKLIK ARASINDAKİ İLİŞKİ

DYY'nin; özsermaye, yeniden yatırıma yönlendirilen kazançlar ve şirket-içi krediler olmak üzere üç bileşeni vardır. Özkaynak, yatırımcının bir işletmenin kendi ülkesinden başka bir ülkedeki hisselerine yaptığı yapması olarak nitelendirilmektedir. Yeniden yatırıma yönlendirilen kazançlar ise yatırımcının yabancı kuruluştaki payından elde edilen, temettü olarak dağıtılmayan veya yatırımcıya transfer edilmeyen ancak işbirlikler tarafından yeniden yatırılan kazançlardır. Şirket içi krediler ise ana yatırımcı işletme ile bağlı işletme arasında kısa ve uzun vadeli borçlanma ve kredilendirmeyi kapsamaktadır (Chung, 2014: 9).

DYY, özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınmalarını artırmak ve yatırım sermayesi sağlamak için önemli bir bileşen olarak değerlendirilmektedir (Fauzel, 2016: 367). Ülkelerin birçoğu; yeni iş fırsatları doğurması, sermaye birikimini artırması ve toplam faktör verimliliğini yükseltmesi gibi gelişmeler sayesinde çok uluslu işletmelerin, ekonomik büyümeye katkı sağladıklarını düşündükleri için aktif bir şekilde kendi ülkelerine DYY çekme arayışındadır. DYY girişlerini etkileyen faktörler; pazar büyüklüğü, kültürel ve fiziksel yakınlık, görel emek piyasası donatımı, kurumsal vergi oranları ile finansal gelişme şeklinde sıralanabilir (Desbordes ve Wei, 2017: 1).

DYY, bir bağlı kuruluşun ev sahibi ülkede kurulması veya edinilmesini gerektirdiğinden, yüksek sabit maliyetlere katlanmayı zorunlu kılmaktadır. Üretkenlik seviyesi yüksek olan firmaların bu maliyetleri iç finansman yoluyla karşılaması mümkündür. Söz konusu maliyetlerin karşılanmasının bir yolu da dış finansmandır. Dış finansmana erişim sağlamak ise finansal piyasaların gelişimine bağlıdır. Bu kapsamda, kaynak ülkede daha iyi gelişmiş finansal piyasaların olmasının dışa dönük DYY'ye yol açması muhtemeldir (Donaubauer, vd., 2016: 6). Bir başka ifadeyle; kaynak ülkede, yüksek finansal gelişmenin, finansal açıdan korunmasız sektörlerdeki DYY düzeyi üzerinde pozitif bir etki bırakmak suretiyle DYY'yi teşvik etmesi beklenebilir. Hedef ülkede ise yüksek finansal gelişmenin DYY üzerindeki etkisi teorik olarak belirsizdir. Dış finansmana erişimin pozitif etkisi devam etmekle birlikte, hedef ülkenin yüksek finansal gelişme düzeyi, belirli kanallar aracılığıyla DYY'yi azaltabilir (Desbordes ve Wei, 2014: 1). Yabancı kaynak kullanımı, temerrüde düşme eğilimi ve düşük kaliteli kurumlara bağlı olarak tekrarlayan borç krizleri yaratabilmektedir. Bu etkileri doğurabilmesi nedeniyle yabancı kaynak kullanımının riskli olduğu söylenebilir (Broner ve Ventura, 2016: 2).

Levine (1997)'ye göre gelişmiş bir finansal sistem, tasarrufları verimli bir şekilde harekete geçirir ve bu sayede yatırımları finanse etme noktasında ihtiyaç duyulan kaynak miktarını artırır. Bununla birlikte finansal sistem, bilgi edinme maliyetlerini düşürerek yatırımları verimli olandan verimsiz olana doğru sıralanmasını sağlar ve yatırımlara ivme kazandırır. Altyapısı sağlam bir finansal sistem sayesinde diğer ülkelerde faaliyet gösteren firmalar yürütecekleri inovasyon faaliyetleri için ne kadar borç alabileceklerini tahmin edebilirler ve yatırımları ile ilgili dönem başı (ex-ante) planlamalarını yapabilirler. Diğer taraftan finansal gelişme, likiditeyi artırarak finansal araçların alım-satımını ve bu ticaretin zamanlaması ve çözülmesini de kolaylaştırır (Dutta ve Roy, 2011: 305).

Finansal sistem, finansal kaynakların yatırım projeleri üzerindeki tahsis verimliliğini etkilemektedir. Var olan teknolojiyi iyileştirmek ya da yeni teknolojileri adapte etmek ile ilgili yatırım projeleri diğer yatırım projelerinden daha risklidir. Genel olarak finansal sistem, yerli girişimcileri mevcut teknolojinin geliştirilmesini üstlenmeye veya yabancı firmalar tarafından sunulan yeni teknolojileri benimsemeye teşvik ederek bu riskleri azaltmaya yardımcı olabilmektedir (Hermes ve Lensink, 2003: 8).

DYY ile finansal gelişme arasındaki nedensellik ilişkisi üç şekilde açıklanmaktadır. Birincisi, DYY girişlerindeki artış, ekonomideki mevcut fonları artırmakta ve finansal piyasalar veya bankacılık sistemi yoluyla finansal aracılığın gelişimini sağlamaktadır. İkincisi, daha fazla DYY, elitlerin ekonomideki nispi gücünü zayıflatmakta ve elitleri finansal piyasaların gelişimini güçlendiren piyasa dostu düzenlemeleri benimsemeye sevk edebilmektedir. Sonuncusu, iyi işleyen bir finansal piyasa yabancı yatırımcıları çekebilir. Nispeten gelişmiş bir borsa, borsaya kote edilen şirketlerin hem likiditesini artırmakta hem de sermaye maliyetini düşürebilmekte ve bu sayede ülkeyi yabancı yatırımlar için çekici kılabilmektedir (Soumaré ve Tchana, 2011: 5).

DYY'nin önemli belirleyicilerinden bir tanesi de ticari açıklıktır. Ticari açıklık, ihracat odaklı DYY girişlerini özendirilmekte ve faktör donatılarını verimli alanlara yönlendirmektedir (Asghar, 2016: 514; Adhikary, 2015: 1). Ticari açıklık aynı zamanda; verimliliğin, teknik değişimin ve üretim maliyetlerini düşüren ürün gelişiminin artmasını sağlayan rekabeti ortaya çıkarmaktadır. Ticari açıklık bir yandan, yabancı sermaye yatırımlarının büyümesini ve uzmanlık girişlerini teşvik eden kârları artırarak genel ekonomik büyümeyi sağlarken, diğer yandan kaynakların toplam tahsisini iyileştiren ve sistemdeki yolsuzluğu ortadan kaldıran kıt kaynaklara eşit erişimin artırılmasına önyak olur. Diğer taraftan, yabancı yatırımcılar genellikle, ülkelerdeki faktör donatımları ile uzmanlık ve ölçek ekonomilerindeki maliyet farklılıklarından yararlanmak istemektedirler. Ülkelerde, ticari açıklık derecesinin yüksek oluşu, ürünlerin toplam maliyetlerinin düşük olmasını sağlamakta, bu yönüyle yatırımcıların iştahını artırmaktadır (Cantaha, vd., 2016: 100-102).

DYY'nin, üretim yeri ve çok uluslu şirketler ile bağlantılı olarak yatay ve dikey olmak üzere iki modeli vardır. Yatay DYY; ticaret engellerini önlemenin, yerel ekonomiye daha iyi erişimin veya diğer yerleşik firmaların yakınında bulunarak bölgedeki teknik uzmanlıktan yararlanmanın yolları olarak tanımlanmaktadır. Piyasa arayan DYY olarak da bilinen yatay DYY'de yeni piyasalara hizmet etmek için yurtdışına yatırım yapılmaktadır. Burada firmalar farklı ülkelerde benzer ürünleri üretmektedir. Bu anlamda yatay DYY ihracatın bir ikamesi gibi rol üstlenmekte, ayrıca ulaşım maliyetlerini düşürmekte, tarife ve ticaret bariyerler gibi engellerden sakınmayı mümkün kılmaktadır. Diğer taraftan verimlilik arayan DYY olarak da nitelendirilen dikey DYY ise sanayileşmiş ülkedeki bir firmanın üretim sürecini düşük ücretli ülkelere taşıyarak maliyeti düşürdüğünde ortaya çıkmaktadır. Dikey çok uluslu şirketler ara malları bir ülkede üretmekte ve bu malları ileri işlemler için başka ülkelerde yerleşik ortaklarına göndermektedirler. Dikey DYY'leri üstlenen çok uluslu şirketler öncelikle ev sahibi ülkelere düşük üretim maliyetleri ile motive edilmekte, hem iç hem de dış pazarlara hizmet etmeyi amaçlamaktadırlar. DYY yapılacak ana ülkenin tarifeleri ne kadar düşük olursa, DYY ile ticaret arasındaki tamamlayıcılık o kadar güçlü olmaktadır. (Chung, 2014: 9; Brun ve Gnanon, 2017: 10; Simon Fraser University, 2019).

2. LİTERATÜR ÖZETİ

Doğrudan yabancı sermaye girişleri, finansal gelişme ve ticari açıklık ilişkisine yönelik ampirik literatür özeti Tablo 1'de sunulmaktadır. Bu çalışmalarda genel olarak finansal gelişme endeksi ve özel sektöre verilen krediler ile DYY arasındaki ilişki araştırılmıştır. Literatür özeti verilen bu çalışmalar içerisinde spesifik olarak nedensellik yönteminin kullanıldığı çalışmalar; Martin (2019), Bayar ve Gavriletea (2018), Bahri, vd. (2018), Soumaré ve Tchana (2014) şeklinde sıralanabilir. Bu çalışmalarda yaygın olarak Granger nedenselliği ile Dumitrescu ve Hurlin yöntemleri tercih edilmiştir. E7 ülkeleri baz alınarak yapılan bu çalışmanın, kullanılan analiz yöntemi, kullanılan değişken (finansal gelişme endeksi) ve örneklem bakımından ilgili çalışmalardan farklılaştığı söylenebilir.

Tablo 1: Ampirik Çalışmaların Özeti

Yazar/lar	Kapsam	Yöntem	Bulgular
Agyapong ve Bedjabeng (2019)	Seçilmiş 37 Afrika ülkesinde, 2002-2015 döneminde, DYY ile finansal gelişme arasındaki ilişki	Panel Sistem GMM	DYY ile finansal gelişme arasındaki ilişkiyi test etmek üzere iki farklı model kullanılmıştır. Birinci modelde dış borçlanmasının, ikinci modelde ise DYY'nin finansal gelişme üzerindeki etkileri tahmin edilmiştir. Birinci modelin bulgularına göre; dış borçlanma, para arzı ve hukukun üstünlüğü, ikinci modelde ise DYY, ticari açıklık, hukukun üstünlüğü ve para arzı finansal gelişmeyi pozitif etkilemektedir. Diğer taraftan ikinci modelde, düzenleyicilik kalitesi ile hükümetin etkinliği değişkenleri finansal gelişmeyi negatif etkilemektedir.
Matin (2019)	10 seçilmiş ülkede (Suudi Arabistan, Arjantin,	Panel eşbütünleşme analizi, Dinamik En	Eşbütünleşme analizi değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Panel genelinde; finansal kurumların erişim endeksi, finansal

	Polonya, Belçika, İran, Tayland, Nijerya, Avusturya, Norveç ve Venedüella), 1990-2017 dönemi kapsamında finansal gelişme göstergeleri ile DYY arasındaki ilişki	Küçük Kareler Tahmincisi (DOLS), Granger nedensellik testi,	piyasaların erişim endeksi ve finansal piyasaların etkinliği endeksinde meydana gelen artışlar DYY girişlerini negatif, finansal kurumların derinliği endeksi, finansal kurumların etkinliği endeksi, finansal piyasaların derinliği endeksi, kişi başına düşen GSYH düzeyi ve özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYH'ye oranı pozitif etkilemektedir. Granger nedensellik testi, finansal kurumlar endeksi ile DYY arasında nedensellik olmadığını, DYY'den finansal piyasaların etkinliğine doğru tek yönlü bir nedenselliğin olduğunu göstermektedir.
Satrovic ve Muslija (2018)	Üç ülke grubu (birinci grup 93 ülke, ikinci grup 32 gelişmiş ülke, üçüncü grup ise 61 gelişmekte olan ülke) özelinde, 2002-2015 dönemi kapsamında Finansal gelişme ve DYY arasındaki ilişki	Panel ARDL, Granger nedensellik	Analiz sonuçları, birinci grup ve ikinci grup ülkelerde, DYY ile finansal gelişmeyi temsil eden özel sektöre verilen yurtiçi krediler arasında uzun dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu, bu ilişkinin gelişmekte olan ülkelerde gözlenmediğini ortaya koymuştur. Kısa dönemde ise sadece gelişmiş ülkelerde özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin katsayısı pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Nedensellik analizlere göre, birinci ve üçüncü grup ülkelerde DYY ile özel sektöre verilen yurtiçi krediler arasında iki yönlü bir nedensellik görülmüştür. Gelişmiş ülkeler için ise özel sektöre verilen yurtiçi kredilerden DYY'ye doğru tek yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Bayar ve Gavriletea (2018)	Orta ve Doğu Avrupa Birliği ülkelerinde 1996 ile 2015 arasında, DYY akımları ile finansal gelişme arasındaki ilişki	Westerlund-Durbin-Hausman (2008) eşbütünlüşme testi ve Dumitrescu and Hurlin (2012) nedensellik testi	Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki yoktur. Sadece, kısa dönemde, finansal gelişmeden DYY girişlerine doğru bir nedensellik vardır.
Dellis (2018)	39 yükselen piyasa ekonomisi ve gelişmiş ülkede, 2005-2016 dönemi kapsamında, net DYY girişleri ve finansal gelişme endeksleri arasındaki ilişki	Havuzlanmış En Küçük Kareler Tahmincisi, Rassal Etkiler ve Sistem GMM	Reel GSYH, ticari açıklık, finansal gelişme endeksi, finansal piyasalar endeksi, likit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, özel sektöre verilen krediler, finansal kurumların derinliği, finansal piyasaların derinliği, banka mevduatlarının GSYH'ye oranı, Dünya Ekonomik Forumu finansal piyasa, finansal etkinlik, bankaların sağlamlığı ve risk sermayesi ve krediye erişim değişkenleri DYY'yi pozitif, birim emek maliyetleri ise negatif etkilemektedir.
Bahri, vd., (2018)	ASYA-5 ülkelerinde (Malezya, Singapur, Tayland, Endonezya ve Filipinler), 1980-2013 döneminde, finansal gelişmenin DYY girişleri üzerindeki etkisi	Panel eşbütünlüşme analizi, Tamamen Değiştirilmiş Enküçük Kareler Tahmincisi (FMOLS), Granger nedensellik analizi	Panel eşbütünlüşme testleri birinci (özel sektöre verilen yurt içi krediler ile DYY girişleri, kişi başına düşen GSYH ve tüketici fiyat endeksi arasındaki ilişki) ve ikinci modelde (, mevduat bankaları tarafından sağlanan krediler ile DYY girişleri, kişi başına düşen GSYH ve tüketici fiyat endeksi arasındaki ilişki) uzun dönemli ilişki olduğunu göstermektedir. FMOLS tahmincisi, finansal gelişmenin DYY girişlerini arttırdığını ve finansal gelişmenin eşik değer 70' in üzerinde olduğunda DYY girişlerine katkıda bulunacağını ortaya koymuştur. Granger nedensellik testi ise sadece kişi başına düşen GSYH'den DYY girişlerine doğru bir nedenselliğin olduğuna işaret etmektedir.
Şahin (2018)	BRICS-T ülkelerinde, 993-2013 döneminde; DYY, finansal gelişme ve uluslararası ticaret arasındaki ilişki	Panel Bootstrap Nedensellik	DYY'den finansal gelişmeye doğru nedenselliğin olduğu ülkeler; Çin, Rusya ve Brezilya, finansal gelişmeden DYY'ye doğru nedenselliğin olduğu ülke ise sadece Rusya'dır. Brezilya ve Güney Afrika'da, uluslararası ticaretten finansal gelişmeye doğru, Brezilya ve Türkiye'de finansal gelişmeden uluslararası ticarete doğru nedensellik vardır. Çalışmanın bulgularına göre ayrıca sadece uluslararası ticaretin DYY'yi teşvik etmekle kalmayıp, Hindistan ve Türkiye'de uluslararası ticarete de teşvik ettiği bulunmuştur.
Win vd., (2017)	Yüksek gelir, üst-orta gelir ve düşük gelirli 93 ülke özelinde, 1996 ile 2015 döneminde, DYY girişlerinin finansal gelişme üzerindeki etkisi	Arellano ve Bond (1991) Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM)	Bağımlı değişkenin finansal sektör tarafından sağlanan yurtiçi kredilerin GSYH'ye oranı olduğu durumda; tüm ülkelerde, yüksek gelirli ve üst-orta gelirli ülkelerde özel sektöre verilen kredilerin finansal gelişme üzerinde pozitif etkisi var iken, düşük gelirli ülkelerde anlamlı bir etki yoktur. Bağımlı değişkenin özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranının olduğu modellerde ise sadece tüm ülkelerde ve üst-orta gelirli ülkelerde DYY'nin finansal gelişme üzerinde pozitif etkisi vardır. Diğer taraftan, reel GSYH ile reel faiz oranları da tüm ülkelerin yanı sıra diğer ülke gruplarında da finansal gelişmeyi pozitif etkilemektedir.
Tidiane (2010)	58 gelişmekte olan ülkede ve Sahra Altı ülkelerde, 1970-2003 dönemi kapsamında, fiziksel ve finansal altyapının özel sermaye akımları üzerindeki etkisi	Üç Aşamalı Enküçük Kareler Tahmincisi (3SLS)	Fiziki altyapı ile finansal gelişmenin özel sermaye üzerindeki etkileri iki aşamada test edilmiştir. Birinci aşamada, fiziksel (telefon aboneleri) ve finansal altyapı (M3/GSYH) değişkenleri birleştirilerek tek bir endeks oluşturulmuş, ikinci aşamada ise bu endeksleri oluşturan değişkenlerin etkisi ayrı ayrı ele alınmıştır. Altyapı endeksinin kullandığı ilk durumda 3 farklı model kurulmuştur. Bu modellerin ilkinde özel sermaye, ikincisinde DYY girişleri, üçüncüsünde de portföy yatırımları bağımlı değişkendir. Ekonomik büyüme ve altyapı değişkenleri, üç modelde de bağımlı değişken üzerinde pozitif etkilidir. Birinci modelde; sermaye kontrolü ve kriz değişkenleri negatif, ikinci modelde ise enflasyon oranı ve sermaye kontrolü negatif işaretlidir. Fiziksel altyapı ve finansal altyapı değişkenlerinin etkisinin ayrı ayrı araştırıldığı ikinci durumda ise DYY girişlerinin ve portföy yatırımlarının bağımlı değişken olduğu iki ayrı model tahmin edilmiştir. İlk modelde; telefon aboneleri, ekonomik büyüme ve ticari açıklık DYY girişleri üzerinde pozitif; sermaye kontrolü ve enflasyon oranı negatif etkilemektedir. İkinci modelde ise M3/GSYH, ekonomik büyüme ve enflasyon oranı portföy yatırımları üzerinde pozitif etki yapmaktadır. Sahra Altı ülkeleri, özelinde ise kişi başına düşen elektrik tüketimi, ekonomik büyüme, telefon aboneleri sayısı ile DYY girişleri arasında pozitif, enflasyon oranı ve sermaye kontrolü ile negatif ilişki bulunmaktadır. M3/GSYH, yurtiçi krediler ekonomik büyüme ve enflasyon portföy yatırımlarını pozitif etkilemektedir.
Varnamkha sti vd., (2015)	Gelişmekte olan ülkelere, 1995-2010 döneminde, finansal gelişmenin DYY üzerindeki etkileri	Panel eşbütünlüşme, Sabit Etkiler Modeli	Çalışmada; borsanın gelişimi, bankacılık sisteminin gelişimi ve finansal sistemin büyüklüğünün ve faaliyetinin etkisi olmak üzere üç farklı durumun DYY girişleri üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Birinci durumda; borsa büyüklüğü, borsada işlem gören hisse senetlerinin toplam değerinin GSYH'ye oranı, DYY üzerinde pozitif etkilidir. İkinci durumda; ekonomik büyüme oranı, açıklık, finansal sistemdeki nakit yükümlülüklerin GSYH'ye oranı, mevduat bankalarının

			varlıklarının GSYH'ye oranı, ticari bankaların varlıklarının ticari bankaların ve merkez bankasının varlıkları toplamına oranı, özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ye oranı DYY'yi pozitif etkilemektedir. Üçüncü durumda; bankacılık sektörü ve borsa dâhil toplam finansal sistem faaliyeti, özel sektör kredilerinin ve kapitalizasyon endeksinin toplamı, finansal faaliyet ve finansal faaliyet endekslerinin toplamı ile DYY arasında pozitif ilişki vardır. Ayrıca tüm modellerde ekonomik büyüme oranı ile ticari açıklık DYY üzerinde pozitif, enflasyon ve döviz kuru oynaklığı ise negatif etki yapmaktadır.
Fauzel (2016)	19 küçük ada ülkesinde, 1990-2013 döneminde, finansal gelişme ile DYY arasındaki ilişki	Panel Vektör Hata Düzeltme Modeli (PVAR)	Bağımlı değişkeninin finansal gelişme olduğu modelde; DYY, GSYH, beşeri sermaye ve ticari açıklık finansal gelişme üzerinde pozitif, faiz oranları ve enflasyon negatif etkilidir. Bağımlı değişkeninin DYY olduğu modelde ise finansal gelişme, ekonomik büyüme ve ticari açıklık, DYY'yi pozitif, faiz ve enflasyon oranları negatif etkilemektedir.
Soumaré ve Tchana (2011)	29 yükselen piyasa ekonomisinde, 1994-2016 döneminde finansal gelişme ile DYY arasındaki ilişki	Arellano ve Bond (1991) GMM, İki Aşamalı En Küçük Kareler Tahmincisi (2SLS), Panel Vektör Hata Düzeltme Modeli (PVAR)	Borsa kapitalizasyonunun GSYH'ye oranı ile DYY arasında çift yönlü, işlem gören hisse senedi değerinin GSYH'ye oranından ve finansal sistemin nakit gereksinimlerinin GSYH'ye oranından DYY'ye doğru tek yönlü, mevduat bankaları ve diğer finansal kuruluşların özel kredilerinin GSYH'ye oranı ile DYY arasında çift yönlü ilişki tespit edilmiştir. Ticari bankaların varlıklarının ticari bankaların ve merkez bankasının varlıkları toplamına oranı ile DYY arasında ise bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Çalışmada ayrıca borsa gelişimi göstergeleri ve bankacılık sektörü gelişimi açısından, finansal gelişim ile DYY arasındaki ilişki ayrı ayrı incelenmiştir. Borsa gelişiminin dikkate alındığı ilk durumda, DYY üzerinde sadece borsa kapitalizasyonunun GSYH'ye oran, işlem gören hisse senedi değerinin GSYH'ye oranı ve ticari açıklık pozitif etkilidir. Bankacılık sektörünün gelişiminin dikkate alındığı ikinci durumda ise sadece ticari açıklık ve mevduat bankaları ve diğer finansal kuruluşların özel kredilerinin GSYH'ye oranı DYY üzerinde pozitif etkilidir.
Dutta ve Roy (2011)	97 ülke panelinde, 1984-2003 dönemi kapsamında, Finansal gelişmenin DYY girişleri üzerindeki etkileri	Havuzlanmış En Küçük Kareler (POLS) ve Genelleştirilmiş Enküçük Kareler Tahmincisi (EGLS)	Finansal gelişme, ekonomik büyüme, ticari açıklık, Latin ülkeleri ve Karayip bölgesi, Avrupa ve Merkezi Asya ülkeleri için oluşturulan kukla değişkenlerin DYY girişleri üzerinde pozitif etki yapmaktadır. Buna karşın; döviz kurları, politik riskler ve Güney Asya, Doğu Asya ve Pasifik, Orta-Doğu ve Kuzey Afrika, Sahra-Altı Afrika ülkeleri için oluşturulan kukla değişkenler DYY girişleri üzerinde negatif etkilidir. Diğer taraftan, finansal gelişme eşik değeri aştığında (finansal gelişmenin karesi alındığında) DYY girişleri bundan negatif yönde etkilenmektedir.
Otchere vd. (2011)	Afrika ülkelerinde, 1996-2009 döneminde finansal piyasaların gelişmişliği ile DYY arasındaki ilişki	Panel Granger Nedensellik ve Üç Aşamalı En Küçük Kareler Tahmincisi	Finansal piyasaların gelişmişliğini temsil eden; borsa değeri, özel sektöre verilen yurt içi krediler, finansal sistemin likid borçları, ticari banka varlıkları, borsa devir oranı değişkenlerinin tamamı DYY'yi temsil eden net DYY girişlerinin GSYH oranı ve net DYY girişlerinin sabit sermayeye oranı arasında iki yönlü ilişki vardır. Üç aşamalı en küçük kareler tahmincisine göre de DYY girişleri ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir.

3. VERİ, METODOLOJİ VE BULGULAR

E7 ülkeleri (Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika, Rusya ve Türkiye) özelinde, 1992-2017 dönemi kapsamında; doğrudan yabancı sermaye yatırımları, finansal gelişme ve ticari açıklık arasındaki ilişkinin analiz edildiği bu çalışmada, Konya (2006) tarafından geliştirilen Bootstrap Panel Granger nedensellik testleri (program kodları için; Kar, vd., 2011 ile Menyah, vd., 2014) kullanılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımı etkileyen faktörler; pazar büyüklüğü, finansal gelişmişlik, kurumsal kalite, doğal kaynaklar, teknoloji, vergi teşvikleri ve ticaret açıklığı şeklinde sıralanabilir. Bu faktörler arasından, DYY'nin belirleyicisi olarak finansal gelişmişlik hakkında az sayıda literatür bulunmaktadır (Khan ve Khan, 2019: 2). Bu çalışmada ilgili literatüre katkıda bulunmak istenmektedir. Çalışmada E7 ülkelerinin seçilmesinin nedeni, bu ülkelerin yeni sanayileşen ülkeler arasında en yüksek büyüme potansiyeline sahip ülkeler olmaları ve özellikle de başta Çin olmak üzere doğrudan yabancı sermaye yatırımları bakımından diğer ülkelerin ilgisini çekmeleridir. Rusya'ya ait DYY istatistikleri 1992 yılından başladığı ve IMF tarafından derlenen finansal gelişme endeksi verileri de en son 2017 yılı için sunulduğundan, çalışma dönemi 1992-2017 olarak belirlenmiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, finansal gelişme ve ticari açıklık arasındaki ilişkinin test edilmesinde kullanılan değişkenler Tablo 2'de sunulmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye girişlerinin GSYH'ye oranı ile toplam ticaretin GSYH'ye oranı değişkenlerine ait veriler Dünya Bankası veri tabanından, finansal gelişme endeksi ise Uluslararası Para Fonu veri tabanından temin edilmiştir.

Tablo 2: Veri ve Değişkenler

Değişken	Kısaltma	Değişkenin İçeriği
Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Net Girişler	DYY	Özsermaye, kazançların yeniden yatırımı ve diğer sermayenin toplamından oluşan doğrudan yabancı yatırımlar, hedef ülke ekonomisine yönelik doğrudan yatırım sermayesi akımını gösterir. Yabancı yatırımcılar tarafından raporlanan ülkeye yapılan net girişleri gösterir. Veriler GSYH'ye oranlanmıştır.
Finansal Gelişme Endeksi	FGE	FGE, finansal kurumların ve piyasaların; derinlik (büyüklük ve likidite), erişim (bireylerin ve şirketlerin finansal hizmetlere erişimi) ve etkinlik (sermaye piyasalarının faaliyet düzeyi ve kurumların sürdürülebilir gelir eşliğinde düşük maliyetlerle finansal hizmetler sağlayabilme yetenekleri) açısından ne kadar geliştiğini ölçmektedir.

Ticari Açıklık **TA** Bir ülkenin bir yıl içerisinde gerçekleştirdiği ihracat ve ithalatın toplamının GSYH'ye oranıdır.

Kaynak: 1. IMF, Financial Development Index Database, <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B> 2. World Bank, World Development Indicators, <https://databank.worldbank.org/> Erişim Tarihi: 10.09.2019.

Tablo 3'te değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. E7 ülkelerinde 1992-2017 döneminde DYY girişlerinin GSYH'ye oranı ortalama olarak %2.07, ithalat ve ihracatlarının toplamının GSYH'ye oranı ise %45.2 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde ilgili ülkelerin finansal gelişme endekslerinin ortalaması 0.4'tür. Çarpıklık değerleri açısından değişkenlerin tamamı pozitif yönde sağ çarpık, basıklık değerlerine göre FGE değişkeninin basıklık değeri 3'ten küçük olduğundan dağılımı normal dağılıma göre basık, DYY ve TA değişkenlerinin basıklık değeri 3'ten küçük olduğundan dağılımları normal dağılıma göre dikter.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

	DYY	FGE	TA
Ortalama	2.069142	0.401868	45.18856
Medyan	2.051600	0.400000	47.27325
Maksimum	6.186882	0.650000	110.5771
Minimum	-2.757440	0.150000	15.63559
Std. Sapma	1.422360	0.100682	15.27280
Çarpıklık	0.047517	0.225634	0.358018
Basıklık	3.303293	2.842391	4.247527
Jarque-Bera	0.766055	1.732661	15.69016
Olasılık	0.681794	0.420492	0.000392
Toplam	376.5838	73.14000	8224.319
Hata Kareler Toplam	366.1827	1.834765	42219.80
Gözlem	182	182	182

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, finansal gelişme ve ticari açıklık arasındaki ilişki analiz edilirken öncelikle yatay kesit bağımlılığı araştırılmış, ardından eğim katsayılarının homojenliği Delta testi kullanılarak test edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı testi için Pesaran CD (2004) testi, katsayı homojenliği için ise Pesaran ve Yamagata (2008) testinden yararlanılmıştır.

Yatay kesit bağımsızlığı sıfır hipotezi altında yapılan Pesaran CD (2004) testine ait bulguların yer aldığı Tablo 4'ten de görülebileceği gibi, ele alınan tüm değişkenlerde sıfır hipotezi reddedilmiştir. Bu nedenle, değişkenlerin tamamında yatay kesitler arasında bağımlılık vardır.

Tablo 4: Pesaran CD testi

Variable	CD-test	p-value	corr	abs(corr)
DYY	3.20	0.001	0.137	0.343
FGE	15.48	0.000	0.662	0.662
TA	2.44	0.015	0.104	0.454

Not: H_0 : Yatay kesit bağımsızlığı vardır. $CD \sim N(0,1)$, corr: korelasyon katsayısı, artıkların ikili korelasyonunun örnek tahminini göstermektedir.

abs (corr): ortalama mutlak ikili korelasyon katsayısı, artıkların kesitsel korelasyon matrisinin diyagonal olmayan elemanlarının ortalama mutlak değerini hesaplamaktadır (Hoyos ve Sarafidis, 2006).

Delta testi bulguları Tablo 5'te yer almaktadır. Delta_tilde istatistiği küçük örneklem için ve delta_tilde_adj istatistiği ise büyük örneklem için düzeltilmiş homojenite sonuçlarını vermektedir. Her iki test istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre H_0 hipotezi %1 düzeyinde reddedilmiş ve değişkenlerin eğim katsayılarının heterojen olduğu kabul edilmiştir.

Tablo 5: Delta Testi Bulguları

Test	Test İstatistiği
Delta_tilde, $\bar{\Delta}$	5.716, prob= 0.000
Delta_tilde_adj, $\bar{\Delta}_{adj}$	6.193, prob= 0.000

N= 7, Average of Ti= 26.00, Min(Ti): 26.00, Max(Ti): 26.00

H_0 : Eğim katsayıları homojendir.

Birimler arasındaki yatay kesit bağımlılığını ve eğim heterojenliğini dikkate alan Konya (2006) yöntemi, Granger nedenselliğinin gerçekleştiği ülkelerin belirlenmesini sağlar (Mutascu, 2015: 2). Bu yöntemin bazı avantajları vardır. Birincisi, bu yöntem, kesitlerin bağımlılığa maruz kalması durumunda, EnKüçük Kareler Tahmincisi (Ordinary Least Squares-OLS)'den daha etkin olan Görünürde İlişkisiz Regresyon (Seemingly Unrelated Regressions-SUR) yapısı altında çalışmaktadır. İkincisi, bu yöntemde, nedenselliğin yönünü tayin etmeyi sağlayan test olarak birimlere özgü bootstrap kritik değerlerini veren Wald testi kullanılmaktadır. Son olarak bu yöntem, panel birim kök veya eşbütünlük gibi herhangi bir önsel test gerektirmemektedir (Wanat, 2016: 8).

Konya (2006) panel nedensellik analizinde SUR sistemi iki eşitlik üzerine kuruludur:

$$\begin{aligned}
 y_{1,t} &= a_{1,1} + \sum_{l=1}^{mly_1} \beta_{1,1,l} y_{1,t-l} + \sum_{l=1}^{mlx_1} \gamma_{1,1,l} x_{1,t-l} + \varepsilon_{1,1,t} \\
 y_{2,t} &= a_{1,2} + \sum_{l=1}^{mly_1} \beta_{1,2,l} y_{2,t-l} + \sum_{l=1}^{mlx_1} \gamma_{1,2,l} x_{2,t-l} + \varepsilon_{1,2,t} \\
 &\vdots \\
 y_{N,t} &= a_{1,N} + \sum_{l=1}^{mly_1} \beta_{1,N,l} y_{N,t-l} + \sum_{l=1}^{mlx_1} \gamma_{1,N,l} x_{N,t-l} + \varepsilon_{1,N,t} \\
 \text{ve} \\
 x_{1,t} &= a_{2,1} + \sum_{l=1}^{mly_2} \beta_{2,1,l} y_{1,t-l} + \sum_{l=1}^{mlx_2} \gamma_{2,1,l} x_{1,t-l} + \varepsilon_{2,1,t} \\
 x_{2,t} &= a_{2,2} + \sum_{l=1}^{mly_2} \beta_{2,2,l} y_{2,t-l} + \sum_{l=1}^{mlx_2} \gamma_{2,2,l} x_{2,t-l} + \varepsilon_{2,2,t} \\
 &\vdots \\
 x_{N,t} &= a_{2,N} + \sum_{l=1}^{mly_2} \beta_{2,N,l} y_{N,t-l} + \sum_{l=1}^{mlx_2} \gamma_{2,N,l} x_{N,t-l} + \varepsilon_{2,N,t}
 \end{aligned}$$

Birinci eşitlikte, tüm $\gamma_{1,i}$ 'lerin sıfır olmadığı ancak tüm $\beta_{2,i}$ 'lerin sıfır olduğu durumda, "i" ülkesinde X 'ten Y 'ye doğru, tüm $\gamma_{1,i}$ 'lerin sıfır olduğu ancak tüm $\beta_{2,i}$ 'lerin sıfır olmadığı durumda Y 'den X 'e doğru ise tek yönlü bir Granger nedenselliği çalışmaktadır. Diğer taraftan, $\gamma_{1,i}$ 'lerin ve $\beta_{2,i}$ 'lerin sıfır olmadığı durumda X ve Y arasında iki yönlü nedensellik bulunmakta, $\gamma_{1,i}$ 'lerin ve $\beta_{2,i}$ 'lerin sıfır olduğunda X ve Y arasında herhangi bir Granger nedenselliği bulunmamaktadır (Konya 2006, s. 981).

Tablo 6'da DYY ile finansal gelişme endeksi arasındaki nedensellik analizinin sonuçları yer almaktadır. Tablonun ilk sütununda finansal gelişmeden DYY'ye, ikinci sütunun da ise DYY'den finansal gelişmeye doğru nedensellik olup-olmadığı ele alınmıştır. Buna göre panel geneli açısından DYY ile finansal gelişme arasında, finansal gelişmeden DYY'ye doğru (%5 anlamlılık düzeyinde) tek yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır. DYY'den finansal gelişmeye doğru ise %5 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik yoktur. Ülkelere ait katsayılar bakıldığında finansal gelişmeden DYY'ye doğru nedenselliğin olduğu ülkeler; Çin, Endonezya ve Türkiye'dir. DYY'den finansal gelişmeye doğru nedensellik ise sadece Endonezya ülkesinde çalışmaktadır.

Tablo 6: DYY ile Finansal Gelişme Arasındaki Nedensellik

Ülke	FGE, DYY'nin nedeni değildir.					DYY, FGE'nin nedeni değildir.				
	Wald	Bootstrap Olasılık	Kritik Değerler			Wald	Bootstrap Olasılık	Kritik Değerler		
			1%	5%	10%			1%	5%	10%
Brezilya	1.869	0.667	14.244	9.836	7.613	1.957	0.141	6.170	3.672	2.579
Çin	18.084	0.022	21.764	15.327	12.564	0.380	0.807	15.132	9.473	7.406
Hindistan	0.051	0.974	20.371	12.866	10.009	0.744	0.629	10.061	6.152	4.461
Endonezya	9.895	0.010	9.833	4.418	3.172	12.432	0.006	11.346	6.458	4.510
Meksika	0.031	0.883	11.391	6.297	3.943	3.790	0.169	13.665	7.369	5.568
Rusya	2.200	0.637	17.026	11.337	9.052	1.521	0.694	13.646	8.807	6.883
Türkiye	9.112	0.037	13.011	8.502	6.343	0.755	0.334	7.816	3.660	2.521
PANEL	Panel Fisher = 25.451, olasılık değeri = 0.030					Panel Fisher = 21.986, olasılık değeri = 0.079				

Ticari açıklık ile DYY arasındaki nedensellik analizi bulgularının yer aldığı Tablo 7'den de görülebileceği gibi, panel genelinde ticari açıklık ile DYY arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Ülkelere ait Wald istatistikleri değerlendirildiğinde; Brezilya'da ticari açıklık ile DYY arasında iki yönlü, Çin'de ise ticari açıklıktan DYY'ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmüştür.

Tablo 7: DYY ile Ticari Açıklık Arasındaki Nedensellik

Ülke	TA, DYY'nin nedeni değildir.					DYY, TA'nın nedeni değildir.				
	Wald	Bootstrap Olasılık	Kritik Değerler			Wald	Bootstrap Olasılık	Kritik Değerler		
			1%	5%	10%			1%	5%	10%
Brezilya	5.040	0.017	6.427	3.167	2.293	16.975	0.012	17.413	10.943	8.856
Çin	3.640	0.042	6.345	3.364	2.321	2.214	0.199	8.806	5.478	3.614
Hindistan	2.507	0.802	32.180	16.925	13.308	0.249	0.987	23.371	16.841	13.819
Endonezya	5.266	0.366	26.284	15.294	12.450	0.358	0.697	24.381	11.113	7.525
Meksika	0.138	0.794	15.371	8.255	5.625	0.131	0.924	15.471	11.045	8.414
Rusya	0.916	0.430	9.088	5.305	3.990	0.201	0.751	10.959	6.137	4.618
Türkiye	0.395	0.677	12.676	6.663	5.044	0.101	0.820	11.875	6.536	4.728
PANEL	Panel Fisher = 19.870, olasılık değeri = 0.134					Panel Fisher = 13.950, olasılık değeri = 0.453				

4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

E7 ülkelerinde finansal gelişmişlik, ticari açıklık ve DYY girişleri arasındaki ilişkinin Konya (2006) panel nedensellik testi kullanılarak analiz edildiği bu çalışmanın temel bulguları, E7 ülkeleri genelinde finansal gelişmişlik endeksinden DYY'ye doğru tek yönlü bir ilişki olduğunu, buna karşın ticari açıklık ile DYY arasında herhangi bir nedenselliğin olmadığını göstermiştir. Ülkeler açısından nedensellik ele alındığında ise finansal gelişmeden DYY'ye doğru nedenselliğin olduğu ülkeler; Çin, Endonezya ve Türkiye iken DYY'den finansal gelişmeye doğru nedenselliğin olduğu ülke sadece Endonezya çıkmıştır. Diğer taraftan, Brezilya'da ticari açıklık ve DYY arasında iki, Çin'de ticari açıklık düzeyinden DYY'ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmüştür. Çalışmanın bulguları; Bayar ve Gavriltea (2018), Satrovic ve Muslija (2018), Otchere vd. (2011) ve Şahin (2018)'in bulgularıyla örtüşmektedir.

Bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, finansal gelişmişliğin gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınma rotalarına yön veren bir özelliği bulunan DYY'nin sebebi olduğu ortaya çıkmıştır.

Finansal gelişmişlikten DYY'ye doğru nedenselliğin olması, özellikle tasarruf düzeyleri yetersiz olan ve bu bağlamda sermaye sıkıntısı çeken olan gelişmekte olan ülkeler açısından önemli bir sonuç olarak değerlendirilmelidir. Ülkeler açısından konu ele alındığında, özellikle Türkiye ekonomisi için finansal gelişmişliğin DYY için ne kadar önem arz ettiği ampirik olarak gösterilmiş olmaktadır. Bu bağlamda, DYY'nin ülkenin istihdam düzeyine, büyüme oranlarına, teknoloji düzeyine ve verimlilik düzeylerine olan katkıları göz önüne alındığında; finansal derinliğin sağlanması, finansal kaynaklara erişimin kolaylaştırılması ve bu kaynakların kullanım maliyetlerinin düşürülmesi, finansal piyasaların yabancı yatırımları cezbedici şekilde organize edilmesi, finansal risklerin azaltılması ve finansal istikrarın sağlanması gibi uygulamalara ile finansal piyasaların yabancı yatırımları cezbedici şekilde organize edilmesi önem arz etmektedir. Diğer taraftan, firmalarının uluslararasılaşmasını kolaylaştırmak ve yabancı çokuluslu işletmeleri ülkelere çekmek isteyen hükümetler, dış finansmana erişimi iyileştirmek için politikalar üretmeli, aynı zamanda kredi krizleri esnasında dış finansmanı korumak için önlemler almalıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar, ev sahibi ülkelerin finansal koşullarının iyileştirilmesine yardımcı olabilmektedir. Ancak burada ekonomiyi uluslararası finansal şoklara karşı daha savunmasız hale getirme riski de ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle, bir ülkenin büyüme stratejisi, güçlü iç kurumlara sahip, iyi işleyen ve yeterince düzenlenmiş bir finansal sistem etrafında oluşturulmalıdır. Bu durum, hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için finansal kalkınmanın net faydalarını en üst düzeye çıkaracaktır (Desbordes ve Wei, 2014: 30).

Finansal gelişmeden DYY'ye doğru nedensellik, ülkelerin DYY çekmeye yönelik politikalar izlemesi gerektiğini ortaya koymuştur. Bu bağlamda ülkeler; piyasa dostu düzenlemeler yapmalı, yönetişimi iyileştirme ve yatırımcıları koruma mekanizmaları gibi borsa düzenlemelerini gerçekleştirmelidirler (Tchana, 2015).

KAYNAKÇA

Adhikary, B. K. (2015). Dynamic effects of FDI, Trade openness, capital formation and human capital on the economic growth rate in the least developed economies: evidence from Nepal. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 6(1), 1.

- Agyapong, D., & Bedjabeng, K. A. (2020). External debt stock, foreign direct investment and financial development. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 27 (1), 81-98.
- Alsmadi, A. A. & Oudat, M. S. (2019). The effect of foreign direct investment on financial development: Empirical evidence from Bahrain. *Ekonomski Pregled*, 70(1), 22-40.
- Asghar, A. (2016). Foreign Direct Investment and Trade Openness: The Case of South Asian Economies. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(2), 513.
- Bahri, E. N. B., Shaari, A. H. & Haji, H. (2018). The role of financial development on foreign direct investment in ASEAN-5 countries: panel cointegration with cross-sectional dependency analysis. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 1–23.
- Barro, R. J. & Sala-i-Martin, X. (1995). *Economic growth*. Cambridge MA: McGraw-Hill.
- Bayar, Y. & Gavrilitea, M. D. (2016). Foreign direct investment inflows and financial development in Central and Eastern European Union countries: a panel cointegration and causality. *International Journal of Financial Studies*, 6, (55), 1-13.
- Broner, F. & Ventura, J. (2016). Rethinking the effects of financial globalization. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(3), 1497-1542.
- Brun, J. & Ngangnon, S. K. (2017). Does Trade Openness contribute to driving financing flows for development?, WTO Working Paper ERS-2017-06.
- Cantaha, G. W., Brafu-Insaidoo, G. W., Wiafeb, E. A. & Adamsa, A. (2016). FDI and trade policy openness in Sub-Saharan Africa. *Eastern Economic Journal*, 44, 1-20.
- Chung, L. C. W. (2014). The impact of horizontal and vertical FDI on host country's economic growth, Erasmus University Rotterdam Erasmus, School of Economics, Department of Economics-International Economics, Master Thesis.
- Dellis, K. (2018). Financial development and FDI flows: evidence from advanced economies. Bank of Greece. Working Paper No: 254.
- Desbordes, R. & Wei, S. J. (2017). The effects of financial development on foreign direct investment. NBER Working Paper Series.
- Desbordes, R. & Wei, S. J. (2014). The effects of financial development on foreign direct investment. World Bank, Policy Research Working Paper, 7065.
- Donaubauer, J., Neumayer, E., & Nunnenkamp, P. (2016). Financial market development in host and source countries and its effects on bilateral FDI, 15 Kasım 2019 tarihinde <http://www.lse.ac.uk/website-archive/GeographyAndEnvironment/neumayer/pdf/Financial%20Market%20Development%20Effects%20on%20Bilateral%20FDI.pdf> sayfasından erişilmiştir.
- Dutta, N. & Roy, S. (2011). Foreign direct investment, financial development and political risks. *The Journal of Developing Areas*, 303-327.
- Fauzel, S. (2016). Modeling the relationship between FDI and financial development in small island economies: a PVAR approach. *Theoretical Economics Letters*, 6, 367-375
- Hermes, N. & Lensink, R. (2003). Foreign direct investment, financial development and economic growth. *The Journal of Development Studies*, 40(1), 142-163.
- Hoyos, R. E., & Sarafidis, V. (2006). Testing for cross-sectional dependence in panel-data models. *The Stata Journal*, 6(4), 482-496.
- IMF, Financial Development Index Database, 10 Eylül 2019 tarihinde <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B> sayfasından erişilmiştir.
- Grossman, G. M. & Helpman, E. (1991). *Innovation and growth in the global economy*, Cambridge MA: MIT Press.
- Kar, M., Nazlioglu, S., Agir, H. (2011). Financial development and economic growth nexus in the MENA countries: bootstrap panel granger causality analysis. *Economic Modelling* 28(1-2): 685-693.
- Khan, H., & Khan, U. (2019). Financial development and FDI inflows in China (No. 2019-54). Economics Discussion Papers.
- Kónya, L. (2006). Exports and growth: Granger causality analysis on OECD countries with a panel data approach. *Economic Modelling*, 23(6): 978-992.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- Matin, W. M. (2019). Financial development indicators and FDI: international evidence. *World Scientific News* 13, 181-196.
- Menyah, K., Nazlioglu, S., Wolde-Rufael, Y. (2014). Financial development, trade openness and economic growth in African countries: new insights from a panel causality approach. *Economic Modelling* 37: 386-394.
- Mutascu, M. (2015). A bootstrap panel Granger causality analysis of government revenues and expenditures in the PIIGS countries.
- Otchere, I., Soumaré, I., & Yourougou, P. (2016). FDI and financial market development in Africa. *The World Economy*, 39(5), 651-678.
- Pesaran, M. H. & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, 142(1): 50-93.
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. Cambridge Working Papers in Economics No. 0435. Faculty of Economics, University of Cambridge.
- Satrovic, E., & Muslija, A. (2018). Foreign direct investments and financial development: empirical evidence from developed and developing countries. 01 Haziran 2020 tarihinde <http://openaccess.cag.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/20.500.12507/1218/b1%20full.pdf?sequence=1&isAllowed=y> sayfasından erişilmiştir.
- Simon Fraser University (2019), Department of Economics, http://www.sfu.ca/~schmitt/answer_342_09_v1.pdf (ET: 10.11.2019).
- Şahin, S. (2018). Foreign Direct Investment, International Trade and Financial Development in BRICS-T Countries: A Bootstrap Panel Causality Analysis, *Business and Economics Research Journal*, 9(2), 301-316.
- Soumaré, I. & Tchana Tchana, F. (2011). Causality between FDI and financial market development: evidence from emerging markets. MPRA Paper No. 31328.
- Tchana Tchana, F. (2015). Does financial development lead to more foreign investment? 1 Haziran 2020 tarihinde <https://www.weforum.org/agenda/2015/06/does-financial-development-lead-to-more-foreign-investment/> sayfasından erişilmiştir.
- Tidiane, K. (2010). Increasing private capital flows to developing countries: the role of physical and financial infrastructure in 58 countries, 1970-2003, *Applied Econometrics and International Development*, 10(2), 57-72.
- Varnamkhasi, J. G., Nasab, E. H. & Najarzadeh, R. (2015). Financial development as a determinant factor of FDI inflow to developing countries. *International Journal of Humanities*, 22 (3), 1-27.

- Wanat, S., Papież, M., & Śmiech, S. (2016). Insurance market development and economic growth in transition countries: Some new evidence based on bootstrap panel Granger causality test.
- Win, H. H. H., Ichihashi, M., Kaneko, S. & Goto, D. (2017). Relationship between financial development and foreign direct investment. 10 Kasım 2019 tarihinde [https://home.hiroshima-u.ac.jp/ichi/Hnin2017%20final%20version\(Discussion%20Paper\).pdf](https://home.hiroshima-u.ac.jp/ichi/Hnin2017%20final%20version(Discussion%20Paper).pdf) sayfasından erişilmiştir.
- World Bank, World Development Indicators, 10 Eylül 2019 tarihinde <https://databank.worldbank.org/> sayfasından erişilmiştir.