Bu makaleye atıfta bulunmak için/To cite this article:
YAPRAKLI, S. (2020). Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 24 (3) , 1313-1329.

Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama

Sevda YAPRAKLI [(*)]

Öz: *Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye ekonomisinde yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemektir. Bu amaçla 1986-2019 dönemine ait veriler kullanılarak, net yabancı portföy ve sabit sermaye yatırımları ile net ihracatın ekonomik büyüme üzerindeki etkileri, birim kök ve çoklu yapısal kırılma testi, çok değişkenli eş-bütünleşme analizi ve vektör hata düzeltme modeli ile ekonometrik açıdan analiz edilmektedir. Analiz sonuçlarına göre hem kısa hem de uzun dönemde ekonomik büyüme net yabancı portföy ve sabit sermaye yatırımları ile net ihracattan pozitif olarak etkilenmektedir. Ancak tahmin sonuçları, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin diğer değişkenlerle karşılaştırıldığında çok daha düşük düzeyde kaldığını göstermektedir.*

Anahtar Kelimeler: *Yabancı Portföy Yatırımları, Sabit Sermaye Yatırımları, Net İhracat, Ekonomik Büyüme, Çoklu Yapısal Kırılma Testi, VEC Modeli*

JEL Kodu: *C32, F21, F43*

The Effect of Foreign Portfolio Investments on Economic Growth: An Application For Turkey

Abstract: *The main purpose of this paper is to examine the effect of foreign portfolio investments on economic growth in Turkish economy. For this purpose, using data from the period of 1986-2019, the effects of net foreign portfolio and fixed capital investments and net exports on economic growth are analyzed econometrically by employing unit root and multiple breakpoint tests, multivariate cointegration analysis and vector error correction model. According to the results, economic growth is positively affected by net foreign portfolio and fixed capital investments and net exports in the short run and in the long run. However, the estimation results show that the positive effect of foreign portfolio investments on economic growth is much lower low compared to other variables.*

Keywords: *Foreign Portfolio Investment, Fixed Capital Investment, Net Export, Economic Growth, Multiple Breakpoint Test, VEC Model*

JEL Classification: *C32, F21, F43*

Makale Geliş Tarihi: *04.02.2020*

Makale Kabul Tarihi: *21.09.2020*

I. Giriş

Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, teorik ve uygulamalı iktisat literatürünün önemli tartışma konularından biridir. 1980'li yıllarda üretim ve ticarete yönelik olarak ortaya çıkan küreselleşme (dışa açılma) hareketleri finansal dışa açılmaya zemin hazırlamıştır. Finansal dışa açılma para ve sermaye

[*)] Prof.Dr. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü (e-posta: sevda1@atauni.edu.tr) ORCID ID. https://orcid.org/ 0000-0002-1902-899X

Bu makale araştırma ve yayın etiğine uygun hazırlanmıştır iThenticate intihal incelemesinden geçirilmiştir.

piyasaları üzerindeki kamu müdahale ve kontrollerinin kaldırılmasını ve ulusal finans piyasalarının uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlayan politikalar bütünüdür (Dağdelen, 2004: 5, 6). Bu yolla mal ve hizmetlerin yanı sıra sermaye de ülkeler arasında serbestçe dolaşmaya başlamıştır. Böylece ülkelerin dış finansal yükümlülüklerinin yüksekliğine bağlı olarak ülke ekonomileri sermaye hareketlerinden etkilenmeye başlamışlardır (Williamson ve Mahar, 1998: 8).

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin doğrudan yatırım amacı dışında pozitif gelir elde etmek amacıyla uluslararası sermaye piyasalarından menkul değerler (hisse senetleri ile tahvil ve bono şeklindeki borç senetleri vb.) almalarını ve/veya satmalarını ifade etmektedir (TCMB, 2016). Yabancı ülkelerden menkul değer satın almak ülkeden sermaye çıkışına, yabancıların ulusal menkul değerler satın alması ise ülkeye sermaye girişine yol açmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının (özellikle sermaye girişlerinin) ülke ekonomileri üzerindeki etkileri genel olarak, diğer faktörler sabitken, ekonomik büyüme kanalıyla gerçekleşmektedir. Teorik olarak yurtiçi hasılanın ulusal-yabancı yatırımlardaki ve net ihracattaki artış yoluyla arz yönlü olarak artış gösterdiği ve bu yolla tasarruf-yatırım ve ihracat-ithalat açığının azaltılmasına-kapatılmasına yardımcı olduğu kabul edilmektedir (Esfahani, 1991: 95). Ulusal tasarruf eksikliği, döviz kıtlığı ve teknolojik sınırlamalar gibi sorunlarla mücadele eden Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)'lerin bu tür sıkıntıları aşabilmelerinin ve ekonomik büyümelerini artırabilmelerinin en etkili yollarından biri, üretken yatırımlara yönelebilen yabancı sermayeyi ülkelerine çekebilmeleridir. Bu yönüyle akademisyenler, politika yapıcılar ve yatırımcılar açısından önemli hale gelen portföy yatırımlarının, istikrarlı-sürdürülebilir büyüme politikalarının oluşturulması açısından vazgeçilmez bir unsur olduğunu söylemek mümkündür.

Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme sürecindeki öneminden hareketle yapılan bu çalışmada, net yabancı portföy ve sabit sermaye yatırımları ile net ihracatın ekonomik büyüme üzerindeki etkileri zaman serisi analizleri kullanılarak ekonometrik açıdan Türkiye için test edilmektedir. Bu amaç doğrultusunda çalışmada öncelikle konuyla ilgili kavramsal ve teorik bilgilere değinilmekte ve daha sonra araştırmada kullanılan yöntem tanıtılmaktadır. Son kısımda ise yapılan analizler sonucu ulaşılan bulgular verilmekte ve çalışma genel bir değerlendirmenin yapıldığı sonuç bölümüyle sona ermektedir.

II. Yabancı Portföy Yatırımları ve Ekonomik Büyüme

II. Dünya Savaşı'ndan sonra dışa açılma sürecinin ortaya çıkardığı yüksek ekonomik büyüme oranları, 1980'li yıllardan itibaren GOÜ'lerin çoğunun ticari ve mali akımların önündeki engelleri kaldırmalarına neden olmuştur. Bu süreç başlangıçta başarılı olmuş, ancak daha sonra ekonomik büyüme oranlarında düşme-krizler yaşanmasına yol açmıştır. Özellikle 1990'lardan sonra Lâtin Amerika, Güney Doğu Asya, Rusya ve Türkiye'de yaşanan krizlerin uluslararası mali akımlardaki artıştan kaynaklandığı ileri sürülmeye başlanmıştır (Aizenman, 2004: 66).

Söz konusu gelişmeler doğrultusunda yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki olumlu ve olumsuz etkilerini şu şekilde özetlemek mümkündür.

- Yabancı portföy yatırımlarındaki artışla (ülkeye sermaye girişiyle) ortaya çıkan döviz artışı, ülkelerin döviz sıkıntılarının giderilmesine ve ulusal üretim için gerekli olan yabancı üretken ara malı ithalatının kolaylaşmasına, dolayısıyla hasılanın (bir anlamda ithalata dayalı büyümenin gerçekleşmesine) yol açabilmektedir (Esfahani, 1991: 95).

- Yabancı mali varlık edinimi ve yükümlülük oluşumu, tek fiyat kanunun geçerli olduğu varsayımı altında, tasarrufların uygun koşullarda değerlendirilmesine olanak sağlayarak, tasarrufların verimli kullanım alanlarına yönlendirilmesine ve bu yolla ekonomik büyümenin hızlanmasına yardımcı olmaktadır (Alper ve Öniş, 2001: 223).

- Ülkeye giren yabancı sermaye, finansal sektörün kalkınmasına ve ulusal firmaların sermaye maliyetlerinin düşmesine yol açarak, daha çok yatırım yapılmasına ve üretim artışlarına yol açmaktadır (Calderon ve Liu, 2003: 333).

- Dış borç yükünün fazla olması ve makroekonomik istikrarsızlıkların bulunması durumunda ani sermaye (özellikle kısa vadeli yabancı sermaye) çıkışları olabilmektedir. Bu durumda ülkeler aniden ekonomik kriz ortamına sürüklenebilmekte ve ekonomik büyüme hızı düşebilmektedir (Utkulu ve Kahyaoğlu, 2005: 2).

- Yabancı portföy yatırımları, üretken olmayan ve paradan para kazanmaya dayalı yeni fırsatçılıklara ve istikrar bozucu spekülasyonlara yol açarak sermayenin etkin ve verimli alanlara yönelmesini engelleyebilmektedir. Bu ise asimetrik bilgiye ve piyasa-fiyat dilimlemesine yol açarak ticari ve finansal işlemlerin maliyetlerini artırabilmektedir (Odekon, 2002: 5; Galindo vd., 2002: 10-11).

- Yabancı sermaye girişleri başlangıçta ulusal tüketimi (ve ithalatı) ve yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemesine rağmen, sonraları dış borç geri ödemeleri ve ödemeler bilançosu açıklarının artmasına, dış rezervlerin azalmasına yol açabilmektedir. Bu ise büyüme için gerekli olan üretkenliği artırıcı ek kaynak sıkıntısının daha da artmasına neden olabilmektedir (Wong ve Carranza, 1998: 7).

Yukarıda sıralanan olumlu ve olumsuz etkiler birlikte ele alındığında, yabancı portföy yatırımlarının ülke ekonomilerine katkıda bulunduğu ve uzun dönemli istikrarı destekleyebildiği sürece rasyonel olacağı ifade edilebilir. Bu bağlamda ekonomik ve politik istikrar, getiri ve kar ayarlamaları, maliyet değişiklikleri gibi unsurlar ne kadar olumlu ise ülkelerin yabancı sermayeyi üretken alanlara yönlendirme başarısının da o kadar yüksek olacağını söylemek mümkündür.

III. Literatür Araştırması

İktisatçılar, yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme sürecindeki öneminden dolayı sermayenin ekonomik etkilerine yönelik tahminlere büyük önem vermektedirler. Konu ile ilgili uygulamalı çalışmaların 1990'lardan sonra yoğunlaşmaya başladığı görülmektedir. Söz konusu ilişkiyi tahmin etmek için yapılan uygulamalı

çalışmalarda genel olarak, zaman serisi analizlerinden yararlanıldığı ve değişkenler arasındaki ilişkinin yönünün farklı boyutlarının irdelendiği gözlenmektedir.

Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisine yönelik olarak yapılan belli başlı çalışmaları sonuçları itibariyle şu şekilde özetlemek mümkündür.

Konuyla ilgili olarak King ve Levine (1993), Gregorio ve Guidotti (1995), Rajan ve Zingales (1998), Bailliu (2000), Beck vd. (2000), Bekaert vd. (2001), Reisen ve Soto (2001), Edison vd. (2002), Klein (2003), Durham (2004), Carmignani ve Chowdhury (2006), Karaca ve Abasız (2007), Quinn ve Toyoda (2008), Osinubi ve Amaghionyeodiwe (2010), Gülmez (2015), Baharumshah vd. (2015), Ibrahim ve Akinbobola (2017) ve Ezeanyeji ve Maureen (2019) tarafından genellikle üretim fonksiyonuna dayalı olarak yapılan çalışmalarda finansal dışa açılmayla ortaya çıkan sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği yönünde bulgular elde edilmiştir.

Buna karşın Gregorio (1992), Caprio ve Klingebiel (1997), Williamson ve Mahar (1998), Rodrik (1999), Glick ve Hutchison (1999), Edwards (2002), Klein (2003), Kula (2003), Aizenman (2004), Frankel ve Cavallo (2004), Tornel vd. (2004), Feijen ve Perotti (2005), Ferreira ve Laux (2009), Demir (2009), Aizenman ve Sushko (2011), Baharumshah vd. (2015) ve MacDonald (2015) tarafından yapılan çalışmalarda yabancı portföy yatırımlarının büyümeyi negatif etkilediği yönünde sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmalarda genel olarak uluslararası sermaye hareketliliğinin iktisadi performansı olumsuz etkileyerek ve krizlere yol açarak büyümeyi olumsuz etkilediği ifade edilmiştir.

Diğer taraftan uygulamalı literatürde yer alan belli başlı çalışmalarda [Grilli ve Milesi-Ferretti (1995), Rodrik (1998), Akçoraoğlu (2000), Edison vd. (2002), Duasa ve Kassım (2009), Ekinci (2002) ve Rachdi ve Saidi (2011)], yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında ilişki olmadığı yönünde bulgulara da ulaşılmıştır.

1992-2019 yılları arasında çeşitli yıllarda yapılan temel uygulamalı çalışmalara ilişkin literatür özeti Tablo 3.1'de sunulmuştur.

Tablo 3.1. Yabancı Portföy Yatırımları-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Temel Çalışmalar

Yazar(lar)/ Çalışma Yılı	**Ülke(ler)/ Zaman Dönemi**	**Yöntem**	**Sonuç**
Gregorio (1992)	12 Latin Amerika Ülkesi/1950-1985	Panel EKK	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
King-Levine (1993)	80 Ülke/1960-1989	Panel	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Grilli-Milesi Feretti (1995)	51 Ülke/1976-1995	Panel	PY ile EB arasında ilişki yoktur.
Gregorio-Guidotti (1995)	98 Ülke/1960-1987	Panel EKK	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Caprio-Klingeibel (1997)	69 Ülke/1983-1997	Panel	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Rodrik (1998)	100 Ülke/1975-1989	Panel EKK	PY ile EB arasında ilişki yoktur.
Rajan-Zingales (1998)	41 Ülke/1980-1990	Panel	PY EB'yi (+) etkilemektedir.

Williamson-Mahar (1998)	34 Ülke/1973-1996	Panel EKK	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Rodrik (1999)	100 Ülke/1975-1989	Panel	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Glick-Hutchison (1999)	90 Ülke/1975-1997	Panel Analizler	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Akçoraoğlu (2000)	Türkiye/1989-1999	VAR	PY EB'yi etkilememektedir
Bailliu (2000)	40 Ülke/1975-1995	Panel Analizler	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Beck vd. (2000)	34 Ülke/1980-1990	EKK	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Reisen-Soto (2001)	44 GOÜ/1986-1997	GMM	PY ile EB arasında (+) ilişki vardır.
Bekaert vd. (2001)	95 Ülke/1981-1997	Panel Analizler	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Edison vd. (2002)	57 Ülke/1980-2000	Panel EKK	PY EB'yi GÜ'lerde (+) etkilerken, GOÜ ve AGÜ'lerde etkilememektedir.
Edwarsd (2002)	30 Ülke/1970-1997	Panel Probit	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Klein (2003)	52 Ülke/1976-1995	Panel Rgrsyn	PY EB'yi GÜ'lerde (-), GOÜ'lerde (+) etkilemektedir.
Kula (2003)	Türkiye/1980-2000	Korelasyon	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Durham (2004)	80 Ülke/1979-1998	Panel ARDL	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Tornel vd. (2004)	30 GOÜ/1980-1999	Panel	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Aizenman (2004)	60 Ülke/1969-1998	Panel Analizler	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Frankel-Cavallo (2004)	186 Ülke/1970-2002	Panel Probit	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Feijen-Perotti (2005)	20 Ülke/1988-1997	EKK	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Carmignani-Chowdhury (2006)	44 AB ve BDT Ülkesi/1990-2003	2EKK	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Karaca-Abasız (2007)	25 GOÜ/1980-2005	Panel Analizler	PY'nin EB üzerindeki etkisi (+)'dır.
Quinn-Toyoda (2008)	94 Ülke/1955-2004	Panel GMM	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Ferreira-Laux (2009)	50 Ülke/1988-2001	Panel Rgrsyn	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Demir (2009)	Arjantin, Meksika, Türkiye/1991-2003	ARDL	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Duasa-Kassım (2009)	Malezya/1991-2006	VAR	PY EB'yi etkilememektedir
Osinubi-Amaghionye (2010)	Nijerya/1970-2005	VECM	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Ekinci (2011)	30 OECD ülkesi/1996-2008	Panel Rgrsyn	PY EB'yi etkilememektedir
Rachdi-Saidi (2011)	100 Ülke/1990-2009	Panel EKK	PY EB'yi etkilememektedir
Aizenman-Sushko (2011)	99 Ülke/1991-2007	Panel Analizler	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Gülmez (2015)	Türkiye/1986-2004	ARDL	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Baharumshah vd. (2015)	80 Ülke/1975-2015	Panel Analizler	PY EB'yi GÜ'lerde (+), GOÜ'lerde (-) etkilemektedir.
MacDonald (2015)	117 Ülke/1980-2010	Panel Analizler	PY EB'yi (-) etkilemektedir.
Ibrahim-Akinbobola (2017)	Nijerya/1986-2013	EKK	PY EB'yi (+) etkilemektedir.
Ezeanyeji-Maureen (2019)	Nijerya/1986-2017	VECM	PY EB'yi (+) etkilemektedir.

Not: PY portföy yatırımlarını, EB ekonomik büyümeyi temsil etmektedir.

Özetlenecek olursa, uygulamalı literatürde yer alan temel çalışmalarda genel olarak yabancı portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki konusunda tam bir fikir birliğine ulaşılamadığı görülmektedir. Birbirini tamamlama özelliğine sahip olan söz konusu çalışmalar, değişkenler arası ilişki, ilişkinin yönü ve büyüklüğü konusunda farklı sonuçlara ulaşmışlardır. Bu değişik sonuçların; ele alınan örnek grubu, incelenen dönem, kullanılan yöntem ve veri ölçümü farklılıklarından kaynaklandığını söylemek mümkündür.

Konu ile ilgili olarak yapılan diğer uygulamalı çalışmalara göre bu çalışmanın, ele alınan verilerin zaman dönemi, veri ölçümü ve kullanılan ekonometrik yöntem açısından farklılık arz ettiğini ifade etmek mümkündür. Diğer taraftan bu çalışmada elde edilen bulguların, büyümeye yönelik politika belirlemelerinde yabancı sermayenin spekülatif etkilerinin dikkate alınmasının gerekliliğine işaret ettiği söylenebilir.

IV. Zaman Serisine Dayalı Ekonometrik Analizler

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ekonometrik olarak incelenmektedir.

A. Kapsam ve Veri Seti

Söz konusu ilişkinin tahmininde, Türkiye için 1986-2019 dönemine ait yıllık zaman serileri kullanılmıştır. Uygulamanın verileri; GSYİH büyüme oranı, net yabancı portföy ve sabit sermaye yatırımları ve net ihracat (ithalat) değişkenlerine ait zaman serisi verilerinden oluşmaktadır. Çalışma döneminin 1986 yılından başlatılmasında, geçmiş yıllara ait veri bulma güçlüğü etkili olmuştur.

Çalışmada kullanılan serilerin tamamı milyon dolar cinsinden ifade edilmiştir. GSYİH serisi Tramo-Seat yöntemi kullanılarak filtre edilmiş ve trend konjonktür serisi elde edilmiştir. Büyüme oranı değişkeni bu seriden yararlanılarak hesaplanmıştır. Net yabancı portföy yatırımları [(-)*dış varlıklar + dış yükümlülükler (hisse senetleri + borç senetleri)]; net ihracat (ihracat-ithalat) şeklinde hesaplanmıştır. Net ihracat eksi değerler şeklinde hesaplandığı için net ithalatı (dış ticaret açığını) temsil ettiği kabul edilmiştir. Sabit sermaye yatırımları ise ulusal yatırımların göstergesi olarak alınmıştır. Ayrıca ele alınan veri seti dönemlerinde yaşanan yapısal kırılmaları temsilen 1999, 2005, 2009, 2013 ve 2018 yılları için 1 (bir), diğer yıllar için 0 (sıfır) değeri atanarak kukla değişken (K) elde edilmiş ve analizlere dahil edilmiştir.

Verilerin derlenmesinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, Kalkınma Bakanlığı, Türkiye İstatistik Kurumu ve Dünya Bankası istatistiklerinden yararlanılmıştır.

B. Yöntem

Yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin tahmini için birim kök, çoklu yapısal kırılma, eş-bütünleşme ve Vektör Hata Düzeltme (Vector Error Correction-VEC) şeklindeki zaman serisi analizleri yapılmıştır. Analizler için uygulamalı literatürde yaygın bir şekilde kullanılan Cobb-Douglas üretim

fonksiyonundan hareketle Osinubi ve Amaghionyeodiwe'nin çalışmalarında oluşturulan modelden yararlanılmıştır (Osinubi ve Amaghionyeodiwe, 2010: 189-204). Bu modelin kullanılmasında, araştırmacıların yapıkları çalışmada benzer makroekonomik değişkenleri ele almaları etkili olmuştur. Analizler için temel alınan üretim fonksiyonu aşağıdaki gibidir:

$$EB = f(PY, SY, NI) \quad (4.1)$$

(4.1) nolu üretim fonksiyonunda EB ekonomik büyümenin temsilcisi olarak GSYİH büyüme oranını, PY net yabancı portföy yatırımlarını, SY ulusal yatırımların temsilcisi olarak sabit sermaye yatırımlarını ve NI net ihracatı ifade etmektedir. Fonksiyonda SY ve NI kontrol değişkenler olarak ilave edilmiş ve bu fonksiyondan hareketle tahmin edilecek model belirlenmiştir.

Çalışmada, öncelikle her değişkenin zaman serisi özelliklerini incelemek için birim kök testi yapılmıştır. Bunda durağan olmayan zaman serileri ile çalışılmasının gerçek ilişkileri yansıtmayan bulgulara ulaşılmasına neden olan sahte regresyon sorununa yol açması etkili olmuştur (Gujarati, 1999: 713, 726). Serilerin birim kök içerip içermedikleri Ng-Perron birim kök testleri kullanılarak araştırılmıştır. Ng-Perron birim kök testleri, özellikle seri veya serilerdeki yapısal kırılmaları yakalamada, diğer yöntemlere göre daha etkin olan Phillips-Perron (PP) birim kök testinde ortaya çıkan hata teriminin hacmindeki boyut dağılımı çarpıklığını düzeltmek için M-testleri olarak geliştirilen yeni birim kök testleridir. Bu testler; MZ_{α}, MZ_{t}, MSB ve MPT testlerinden oluşmaktadır. Söz konusu birim kök testlerinde temel hipotez "Birim kök vardır" şeklindedir. Hesaplanan M-test istatistiklerinin Ng-Perron tarafından hesaplanan kritik değerlerden küçük olması durumunda serilerin durağan olduğuna karar verilmektedir (Perron ve Ng, 1996: 437).

Birim kök testi sonrasında çalışmada, politika değişiklikleri ve ekonomik kriz dönemleri dikkate alınarak, yapısal kırılma tarihlerini tahmin etmek amacıyla Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testleri uygulanmıştır. Bai-Perron testinde hata kareleri toplamının global minimum değerlerini belirleyen bir algoritma bulunmaktadır. Dinamik programlamaya dayalı bu algoritma ile her bir kırılma noktası için EKK regresyon tahminleri yapılmakta ve yapısal kırılma tarihleri birden beşe kadar belirlenebilmektedir (Bai ve Perron, 1998: 49). Bai-Perron testinde kırılmaları belirlemek amacıyla $supF_T(k)$, UDmax-WDmax ve $supF_T(l+1/l)$ testleri uygulanmaktadır. Temel hipotezin Kırılma yoktur şeklinde olduğu $supF_T(k)$ ile UDmax-WDmax testlerinde alternatif hipotez sırasıyla k adet kırılma vardır ve Bilinmeyen sayıda kırılma vardır şeklindedir. $supF_T(l+1/l)$ testinde ise temel hipotez l adet kırılma vardır iken alternatif hipotez l+1 adet kırılma vardır şeklindedir. Yapısal kırılma sayısının belirlenmesinde, Bayesian Bilgi Kriteri (BIC), Liu, Wu ve Zidek (LWZ) bilgi kriteri ve Ardışık (Sequential) Bilgi Kriteri'nden yararlanılmaktadır (Bai ve Perron, 2003: 15).

Çalışmada ele alınan değişkenlerin [I(1)] ile durağan hale geldiklerinin ve yapısal kırılmalara maruz kaldıklarının tespit edilmesi nedeniyle, Johansen-Juselius çok değişkenli eş-bütünleşme testi yapılarak değişkenlerin seviye değerlerinin uzun dönemde birlikte hareket edip etmedikleri belirlenmeye çalışılmıştır. Eş-bütünleşme,

durağan olmayan değişkenlerin doğrusal kombinasyonlarının uzun dönemde durağan olmasına, dolayısıyla değişkenlerin birbirleriyle eş-bütünleşmesine, zaman serileri arasındaki uzun dönem ilişkisinin modellenmesine ve tahmin edilmesine yöneliktir. Değişkenler arasında eş-bütünleşmenin bulunması gerçek bir uzun dönemli ilişki anlamına gelmektedir (Yapraklı, 2007: 74-75).

Seriler arasında uzun dönemli ilişkinin tespit edilmesi durumunda, kısa dönem dengesizliklerini gideren bir VEC mekanizması gerekli hale gelmektedir (Engle ve Granger, 1987: 251-276). VEC modelde bir uzun dönem denge modeli ile birlikte bir kısa dönem hata düzeltme modeli önerilmektedir. Bu model hem değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkileri (denge ilişkilerini), hem de kısa dönem uyumlama davranışını (dengesizliği) bütünleştirme olanağı vermektedir.

Çalışmada (4.1) fonksiyondan hareketle oluşturulan VEC model tahmin edilmiştir. Tahmin edilen model şu şekildedir.

$$\Delta EB_t = \alpha_o + \alpha_1 \Delta EB_{t-1} + \alpha_2 \Delta PY_{t-1} + \alpha_3 \Delta SY_{t-1} + \alpha_4 \Delta NI_{t-1} + \alpha_5 K + \alpha_6 ECM_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.2)$$

$$ECM_{t-1} = EB_t - \alpha_0 - \alpha_1 PY - \alpha_2 SY - \alpha_3 NI$$

Burada Δ, her bir değişkenin birinci dereceden farklarını göstermektedir. K, kukla değişken, ECM_{t-1} ise hata düzeltme terimi şeklinde ifade edilmiştir.

VEC modelinde, $ECM_{r,t-1}$ şeklindeki gecikmeli hata terimleri, hız ayarlama parametreleri olarak kabul edilmektedir ve modeldeki hız ayarlama parametrenin istatistiki olarak sıfırdan farklı olması gerekmektedir. Parametrenin sıfır olması durumunda uzun dönem denge ilişkisi ortaya çıkmamakta ve model, hata düzeltme niteliği taşımamaktadır (Charemza ve Deadman, 1993: 51-55).

Analizlerde Eviews 10.0 ekonometrik analiz paket programı kullanılmıştır.

C. Analiz Sonuçları

Çalışmada, Türkiye'de yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini tahmin etmek için, Ng-Perron birim kök testi uygulanarak model tahmininde yer alan verilerin zaman içinde durağan olup olmadıkları ve eğer durağan iseler hangi seviyede durağan oldukları araştırılmıştır. Ng-Perron birim kök testi sonuçları Tablo 4.1'de sunulmuştur. Parantez içindeki rakamlar değişkenler için gecikme değerleri olup, Schwartz Bilgi Kriteri (SIC)'ne göre otokorelasyonun bulunmadığı minimum gecikmeler olarak belirlenmiştir. Gecikme uzunluğu belirlenirken maksimum gecikme uzunluğu 7 olarak alınmıştır.

Tablo 4.1. Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken Adı*	**Seviye Değerleri**			
	MZα	**MZ_t**	**MSB**	**MPT**
EB	-0.544 (0)	-0.522 (0)	0.786 (0)	9.572 (0)
PY	-0.139 (3)	-0.199 (3)	1.436 (3)	7.939 (3)
SY	-0.087 (0)	-0.052 (0)	0.605 (0)	8.301 (0)

NI		-2.360 (1)	-0.994 (1)	0.421 (1)	9.796 (1)
		I. Fark Değerleri			
ΔEB		-19.982 (0)[(b)]	-2.881 (0)[(b)]	0.183 (0)[(b)]	1.636 (0)[(a)]
ΔPY		-25.876 (2)[(a)]	-3.993 (2)[(a)]	0.152 (2)[(b)]	2.957 (2)[(a)]
ΔSY		-18.969 (0)[(b)]	-3.134 (0)[(b)]	0.134 (0)[(a)]	1.641 (0)[(a)]
ΔNI		-21.571 (1)[(b)]	-2.986 (1)[(b)]	0.159 (1)[(b)]	3.730 (1)[(a)]
Ng-Perron K.D.	% 1	-23.80	-3.42	0.143	4.030
	% 5	-17.30	-2.91	0.168	5.480
	% 10	-14.20	-2.62	0.185	6.670

***:** Tabloda EB GSYİH büyüme oranını, PY net portföy akımları büyüme oranı, SY sabit sermaye yatırımları büyüme oranını, NI net ihracat büyüme oranını temsil etmektedir.
[(a)] ve [(b)]: % 1 ve % 5 önem düzeyinde değişkenin durağan olduğunu göstermektedir.
Not: Birim kök testine ait kritik değerler Ng ve Perron (2001) Tablo 1'den alınmıştır.

Tablo 4.1'deki test sonuçlarına göre 1986-2019 dönemi için çalışmada kullanılan değişkenler, sabitli ve trendli modelde düzeyleri itibariyle birim kök içermektedirler ve bu nedenle durağan değillerdir. Bununla birlikte Tablo 1'de tüm değişkenlerin % 1 ve % 5 önem düzeylerinde birinci farkları [I(1)] ile durağan hale geldikleri veya birim kök içermedikleri gözlenmektedir.

Çalışmada ekonomik büyüme serisindeki yapısal değişiklikleri belirlemek ve kırılma tarihlerini tahmin etmek amacıyla Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testleri uygulanmıştır. Maksimum kırılma sayısının beş (M=5) olarak belirlendiği kırılma testinde otokorelasyon ve/veya değişen varyans sorunu için HAC kovaryans matrisinin oluşturulmasında Bartlett Kernel yaklaşımı ve Newey-West sabit bant genişliği seçilmiştir. p=0 kabul edilerek parametrelerin yapısal değişikliklere bağlı olarak tahmin edilmesi sağlanmıştır. Model belirlenirken maksimum gecikme uzunluğu 7 olarak alınmış, optimal gecikme uzunluğu 1 olarak tespit edilmiştir. EKK yöntemiyle doğrusal regresyon modeli tahmin edildikten sonra uygulanan Bai-Perron (BP) çoklu yapısal kırılma testlerinin sonuçları Tablo 4.2'de verilmiştir.

Tablo 4.2. Bai-Perron Çoklu Yapısal Kırılma Testi Sonuçları

SupF_T(k) Testi	**İstatistik**	**Krtk.Dğr. (%5)**	**Kırılma Tarihleri (Ardışık-SIC)**
1	22.663[(a)]	13.98	1999, 2005, 2009, 2013, 2018
2	22.590[(a)]	11.99	
3	16.239[(a)]	10.39	
4	12.955[(a)]	9.05	
5	9.756[(a)]	7.46	
Çift Max Testi			
UD_{max}	22.663[(a)]	14.23	
WD_{max}	26.339[(a)]	15.59	
Ardışık Kırılma Testi			
SupF_T(l/0)	22.663[(a)]	13.98	
SupF_T(2/1)	16.997[(a)]	15.72	

$SupF_T(3/2)$	17.320[(a)]	16.83	
$SupF_T(4/3)$	19.052[(a)]	17.41	
$SupF_T(5/4)$	21.759[(a)]	18.14	

(a): Yapısal kırılmanın varlığını belirten test istatistiğinin anlamlı olduğunu göstermektedir.
Not: Ardışık ve SIC'ye göre tahmin edilen kırılma sayısı 5'tir.

Tablo 4.2'de görüldüğü gibi BP testlerinden elde edilen sonuçlara göre, ekonomik büyüme için $SupF_T(k)$, UD_{max}, WD_{max} ve $SupF_T(l+1/l)$ testleri % 5 önem düzeyinde anlamlıdır. Bu bulgu seride çoklu yapısal kırılmanın var olduğunu göstermektedir. Model seçim ölçütlerinden ardışık ve SIC ise ekonomik büyüme değişkeninde 1986-2097 dönemi itibariyle beş adet kırılma gerçekleştiğine işaret etmektedir.

Düzeyde durağan olmayan ve ekonomik istikrarsızlıklardan etkilenen değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerini tespit etmek amacıyla Johansen-Juselius çok değişkenli eş-bütünleşme testi yapılmıştır. Johansen-Juselius analizinde sabit, trend ve her bir değişkenin birinci dereceden gecikmeleri kullanılmıştır. Bunun için birçok gecikmeyle çalışılmış, AIC ve SIC kriterlerine göre uygun gecikme uzunluğunun bir olduğuna karar verilmiştir. Yapılan eş-bütünleşme testinin sonuçları Tablo 4.3'te verilmiştir.

Tablo 4.3. Çok Değişkenli Eş-Bütünleşme Testi Sonuçları

Değişkenler	**Öz Değerler**	**İz İst.**	**Max Özdeğer İst.**	**Sonuç**
EB	0.682	71.397[(a)]	34.391[(a)]	Red
PY	0.488	37.006	20.106	Kabul
SY	0.376	16.898	14.158	Kabul
NI	0.087	2.742	2.742	Kabul
	Kritik Değer		**Eş-Bütünleşme Hipotezi**	
	% 5 İz	**% 5 Max**	**H_0**	**H_a**
	63.876	32.118	$r = 0$	$r \geq 1$
	42.915	25.823	$r \leq 1$	$r \geq 2$
	25.872	19.387	$r \leq 2$	$r \geq 3$
	12.518	12.518	$r \leq 3$	$r = 4$

(a): Test istatistiğinin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.3'teki H_0 hipotezi, belli sayıda (r) veya daha az eş-bütünleşme ilişkisinin olduğunu göstermektedir. İz ve maksimum özdeğer test istatistikleri ile bunların % 5 kritik değerleri ve bu değerlere ait p-değerleri ise değişkenler arasında eş-bütünleşmenin olmadığı yönündeki hipotezin (H_0: r=0) reddedildiğini ve bir eş-bütünleşme vektörünün bulunduğunu göstermektedir. Bu durum kısa dönemde birbirlerinden farklı yönde hareket eden değişkenlerin, uzun dönemde aynı stokastik trendi paylaştıklarına ve aralarından uzun dönemli bir ilişkinin var olduğuna işaret etmektedir.

Eş-bütünleşme vektörü, GSYİH büyüme oranı değişkeninin katsayısına göre normalize edildiği zaman değişkenler arasında aşağıdaki gibi uzun dönemli bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

EB = -0.114 + 0.097 PY + 0.364 SY + 0.291 NI

t (0.620) (3.138) (2.217) (2.103)

Bu denkleme göre uzun dönemde GSYİH büyüme oranı ile portföy ve sabit sermaye yatırımları ve net ihracat arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Buna göre her seferinde diğer değişkenler sabitken, Türkiye'de portföy ve sabit sermaye yatırımları ve net ihracat (net ithalat)'taki 1 birimlik artış büyüme oranını sırasıyla 0,097, 0.364 ve 0.291 birim artırmaktadır. Bu sonuçlardan hareketle, uzun dönemde Türkiye'nin ekonomik büyümesi üzerinde yabancı portföy yatırımlarının pozitif etkisinin diğer değişkenlerle karşılaştırıldığında oldukça düşük düzeyde olduğu söylenebilir. Bu bulgu yabancı portföy yatırımlarının mal ve hizmet üretiminden çok spekülatif amaçlı yatırım alanlarına yöneldiğine işaret etmektedir.

Ele alınan değişkenlerin birinci farkları ile aynı dereceden durağan olmaları ve aralarında eş-bütünleşme ilişkisinin olması nedeniyle çalışmada, değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ayarlanma sürecini gösteren ve dinamik bir modele uygulanan hata düzeltme mekanizması işletilmiştir. Burada AIC ve SIC'ye göre belirlenen bir gecikme derecesi için, eş-bütünleşme denklemlerinden üretilen hata düzeltme terimlerinin gecikmeli değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde modele eklemesiyle oluşturulan hata düzeltme denklemi tahmin edilmiştir. Ayrıca BP testinde belirlenen kırılmalardan hareketle oluşturulan kukla değişken (K) de modele dahil edilerek (4.2) nolu VEC modeli tahmin edilmiştir. Kukla değişken kullanımı, modelin tahmin gücünü yükseltmiş ve böylece modeli daha istikrarlı hale getirmiştir.

Değişkenler arası kısa dönem dinamikleri değerlendirmek amacıyla GSYİH büyüme oranının bağımlı değişken olduğu hata düzeltme modeli tahmin sonuçları Tablo 4.4'te verilmiştir.

Tablo 4.4. Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken	**Bağımsız Değişken**	**Katsayı**	**Std. Hata**	**t. İst.**	**p Değeri**
ΔEB	EC_{t-1}	-0.430	0.204	2.105	0.046
	ΔEB (-1)	0.519	0.159	3.265	0.003
	ΔPY (-1)	0.033	0.011	2.894	0.082
	ΔSY (-1)	0.248	0.109	2.271	0.070
	ΔNI (-1)	0.056	0.019	2.898	0.008
	C	0.556	3.257	0.107	0.866
	K	-0.853	0.239	3.564	0.001
R^2 = 0.855 S.E. Eq. = 0.061 $F_{(p)}$ = 8.660(0.007) $WaldF_{(p)}$ = 92.763(0.000) DW = 1.923					

Tablo 4.4'teki tahmin sonuçları uzun dönemli ilişkilerle paralellik arz etmektedir. Bu kapsamda her seferinde diğer değişkenler tutulmak kaydıyla, Türkiye'de portföy ve sabit sermaye yatırımları ve net ihracat (net ithalat)'taki 1 birimlik artış büyüme oranını sırasıyla 0.033, 0.248 ve 0.056 birim artırmaktadır. Buna göre kısa dönemde Türkiye'nin ekonomik büyümesi üzerinde yabancı portföy yatırımlarının pozitif etkisi diğer değişkenlere göre daha düşük düzeydedir. Bu bulgu Türkiye'nin ekonomik büyümesinde finansal serbestleşme politikasının başarı düzeyinin düşük olduğunu ve ekonomik büyüme üzerinde beklenen pozitif etkiyi gerçekleştirmesi için zamana ihtiyaç olduğunu göstermektedir.

Öte yandan tabloda görüldüğü gibi yapısal kırılmaları ifade eden kukla değişkenin (K) katsayısı negatif (-0.85) ve istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu bulgu, Türkiye'de ekonomik kriz, politika değişikliği vb. yapısal kırılma dönemlerinde GSYİH büyüme oranının düştüğünü göstermektedir. Bunun yanı sıra gecikmeli hata düzeltme terimi, ekonomik büyümenin gerçek değerleriyle uzun dönem değeri arasındaki sapmanın her yıl % 43 kadarının ortadan kalktığını göstermektedir.

V. Sonuç

Bu çalışmada Türkiye ekonomisi için 1986-2097 dönemine ait veriler kullanılarak, yabancı portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, birim kök, çoklu yapısal kırılma ve eş-bütünleşme testleri ve hata düzeltme modeli kullanılarak ekonometrik olarak incelenmiştir.

Çalışmada ele alınan değişkenlerin [I(1)] ile durağan hale geldikleri ve yapısal kırılmalara maruz kaldıkları tespit edilmiştir. Bu nedenle çok değişkenli eş-bütünleşme analizi yapılarak değişkenlerin seviye değerlerinin uzun dönemde birlikte hareket edip etmedikleri belirlenmeye çalışılmıştır. Eş-bütünleşme analizinden elde edilen bulgulara göre, uzun dönemde ekonomik büyüme ile ticari yabancı portföy yatırımları arasında pozitif ilişki söz konusudur. Buna göre her seferinde diğer değişkenler sabitken, Türkiye'de portföy ve sabit sermaye yatırımları ve net ihracat (net ithalat)'taki 1 birimlik artış büyüme oranını sırasıyla 0,097, 0.364 ve 0.291 birim artırmaktadır.

Ekonomik büyümenin bağımlı değişken olarak alındığı ve yapısal kırılmaları ifade eden kukla değişkenin dahil edildiği hata düzeltme modeli tahmin sonuçları, değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkilerin uzun dönemli ilişkilerle paralellik arz ettiğini göstermiştir. Ayrıca, yapısal kırılmaların ekonomik büyümeyi negatif etkilediği ve ekonomik büyümenin gerçek değeriyle uzun dönem değeri arasındaki sapmanın her yıl % 43 kadarının ortadan kalktığı sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırma sonuçlardan hareketle, Türkiye'nin ekonomik büyümesi üzerinde yabancı portföy yatırımlarının pozitif etkisinin diğer değişkenlerle karşılaştırıldığında oldukça düşük düzeyde olduğunu söylemek mümkündür. Bu durumun yabancı portföy yatırımlarının mal ve hizmet üretiminden çok spekülatif amaçlı yatırım alanlarına yönelmesinden kaynaklandığı ifade edilebilir. Bu nedenle Türkiye'nin ekonomik büyümesinde finansal serbestleşme politikasının başarı düzeyinin düşük kaldığı ve ekonomik büyüme üzerinde beklenen pozitif etkiyi gerçekleştirmesi için zamana ihtiyacının olduğu söylenebilir.

Kaynaklar

Aizenman J. ve Sushko, V. (2011). "Capital Flow Types, External Financing Needs and Industrial Growth: 99 Countries", 1991-2007, *NBER Working Paper*, No: 17228.

Aizenman, J. (2004). "Financial Opening and Development: Evidence and Policy Controversies", *American Economic Review*, 94(2), 65-70.

Akçoraoğlu, A. (2000). "An Analysis of Exchange Market Pressure and Monetary Policy: Evidence from Turkey", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(1), 61-74.

Alam, M.S. (1991). Trade Orientation and Macroeconomic Performance in LDCs: An Empirical Study, *Economic Development and Cultural Change*, 39, 839-48.

Alper, C.E. ve Öniş, Z. (2001). "Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi", *Doğu Batı Dergisi*, 4(17), 203-225.

Baharumshah, A.Z., Slesman, L. ve Devadason, E.S. (2015). "Types of Foreign Capital Inflows and Economic Growth: New Evidence on Role of Financial Markets", *Journal of International Development*, 29(6), 768-789.

Bai, J. ve Perron, P. (1998). "Estimating and Testing Linear Models with Multiple Structural Changes", *Econometrica*, 66, 47-78.

_____ (2003). "Computation and Analysis of Multiple Structural Change Models", *Journal of Applied Econometrics*, 18, 1-22.

Bailliu, J.N. (2000). "Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries", *Bank of Canada Working Paper*, No. 2000-15, 1-31.

Beck, T., Levine, R. ve Loayza, N. (2000). "Finance and the Sources of Growth", Journal of Financial Economics, 58(1-2), 261-300.

Bekaert, G., Harvey, C.R. ve Lundblad, C. (2001). "Does Financial Liberalization Spur Growth?", *NBER Working Paper,* No. 8245.

Calderon, C. ve Liu, L. (2003). "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, 72, 321-334.

Caprio, G.J. ve Klingebiel, D. (1997). "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?", M. Bruno ve B. Pleskovic (Ed.). *Annual World Bank Conference on Development Economics* içinde (s. 1-24), Washington: The World Bank.

Carmignani, F. ve Chowdhury, A. (2006). "Does Financial Openness Promote Economic Integration? Some Evidence from Europe and the CIS", L.V. De Souza ve O. Havrylyshyn (Ed.). *Return to Growth in CIS Countries* içinde (s. 281-299), Berlin: Springer.

Charemza, W.W. ve Deadman, D.F. (1993). *New Directions in Econometric Practice: General to Specific Modelling Cointegration and Vector Autoregression*, Cambridge: Edward Elgar Publishing Limited.

Dağdelen, İ. (2004). "Liberalizasyon", *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, 1(1), 1-66.

Demir, F. (2009). "Volatility of Short Term Capital Flows, Financial Anarchy and Private Investment in Emerging Markets", *Journal of Development Studies,* 45(5), 672-692.

Duasa, J. ve Kassım, S.H. (2009). "Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia", *The Pakistan Economic Review*, 48(2), 109-123.

Durham, J. B. (2004). "Absorptive Capacity and Effects of FDI and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth", *European Economic Review*, 48, 285-306.

Edison, H.J., Klein, M., Ricci, L.A. ve Slok, T. (2004). Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis, *IMF Staff Papers*, 51(2), 220-256.

Edison, H.J., Levine, R., Ricci, L.A. ve Slok, T. (2002). "International Financial Integration and Economic Growth", *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 749-776.

Edwards, S. (2002). "Does the Current Account Matter?", S. Edwards ve J.A. Frankel (Ed.). *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, içinde (s. 21-69). USA: University of Chicago Press.

Ekinci, A. (2011). "Sermaye Hareketleri Büyüme İlişkisi. OECD Ülkeleri Örneği", *EconAnadolu II: Anadolu International Conference in Economics II*, s. 15-17, Eskişehir.

Engle, R.F. ve Granger, C.W.J. (1987). "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, 55, 251-276.

Esfahani, H.S. (1991). "Exports, Imports and Economic Growth in Semi-Industrialized Countries", *Journal of Development Economics*, 35, 93-116.

Ezeanyeji, C.I. ve Maureen, I. (2019), "Foreign Portfolio Investment on Economic Growth of Nigeria: An Impact Analysis", *International Journal of Academic Management Science Research (IJAMSR)*, 3(3), 24-36.

Feijen, E. ve Perotti, E.C. (2005). "The Political Economy of Financial Fragility", *CEPR Discussion Papers*, DP No: 5317.

Ferreira, M.A. ve Laux, P.A. (2009). "Portfolio Flows, Volatility and Growth", *Journal of International Money and Finance*, 28, 271-292.

Frankel, J.A. ve Cavallo, E.A. (2004). "Does Openness to Trade make Countries more Volnurable to Sudden Stops, or Less? Using Gravity to Establish Causality", *NBER Working Paper*, No:10957.

Galindo, A. Micco, A. ve Ordonez, G. (2002). "Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence", *Inter American Development Bank*, http://www.worldbank.org, (Erişim Tarihi: 01.03.2017).

Glick, R. ve Hutchison, M. (1999). "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, No. PB99-07.

Gregorio, J.D. (1992). "Economic Growth in Latin America", *Journal of Development Economics*, 39, 58-84.

Gregorio, J.D. ve Guidotti, P.E. (1995). "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 23(3), 433-448.

Grilli, V. ve Milesi-Ferretti, G.M. (1995). "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *IMF Staff Papers*, 42(3), 517-551.

Gujarati, D.N. (1999). *Temel Ekonometri*, (Ü. Şenesen, ve G.G. Şenesen, Çev.). İstanbul: Literatür Yayınları.

Gülmez, A. (2015). "Türkiye'de Dış Finansman Kaynakları Ekonomik Büyüme İlişkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 11(2), 139-143.

Ibrahim, T.R. ve Akinbobola T.O. (2017), "Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria Democratic Settings", *Journal of Economics and Sustainable Development*, 8(5), 33-52.

Johansen, S. ve Juselius, K. (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration-with Application to the Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210.

Karaca, C. ve Tezcan A. (2007). "Gelir ve Bölge Ayrımına Göre Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Analiz", *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(1), 1-19.

King, R. ve Levine, R. (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", The Quarterly Journal of Economics, 108(3), 717-37.

Klein, M.W. (2003). "Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience", *NBER Working Paper*, No: 9500.

Kormendi, R.C. ve Mequire, P.G. (1985). "Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 16(2), 141-63.

Kula, F. (2003). "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği. Türkiye Üzerine Gözlemler", *C. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(2), 141-154.

MacDonald, M. (2015). "Patterns of International Capital Flows and Productivity Growth: New Evidence", *Review of International Economics*, 23(5), 846-872.

Ng, S. ve Perron, P. (2001). "Lag Length Selection and the Construction of Unit Root Tests with Good Size and Power", *Econometrica*, 69, 1529-1554.

Odekon, M. (2002). "Financial Liberalization and Investment in Turkey", *Briefing Notes in Economics Issue*, No. 53, http://www.richmond.ac.uk/bne/odekon_Issue53.pdf, (Erişim Tarihi: 22.02.2018).

Osinubi, T.S. ve Amaghionyeodiwe, L.A. (2010). "Foreign Private Investment and Economic Growth in Nigeria", *Applied Econometrics and International Development*, 10(2), 189-204.

Perron, P. ve Ng, S. (1996), "Useful Modifications to some Unit Root Tests with Dependent Errors and their Local Asymptotic Properties", *Review of Economic Studies*, 63: 435-463.

Quinn, D.P. ve Toyoda, A.M. (2008). "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?", *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1403-1449.

Rachdi, H. ve Saidi, H. (2011). "The Impact of Foreign Direct Investment and Portfolio Investment on Economic Growth in Developing and Developed Economies", *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1(6), 10-17.

Rajan, R. ve Zingales, L. (1998). "Financial Dependence and Growth", American Economic Review, 88(3), 559-86.

Reisen, H. ve Soto, M. (2001). "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", *International Finance*, 4(1), 1-14.

Rodrik, D. (1998). "Why do More Open Economies have Bigger Governments?", *Journal of Political Economy*, 106(5), 997-1034.

_____(1999). "Where Did All The Growth Go? External Shocks, Social Conflict, and Growth Collapses", *Journal of Economic Growth*, 4, 358-412.

TCMB (2016). *Ödemeler Dengesi İstatistikleri'ne İlişkin Yöntemsel Açıklama*, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/, (Erişim Tarihi: 27.10.2018).

Utkulu, U. ve Kahyaoğlu, H. (2005). "Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye'de Büyümeyi Ne Yönde Etkiledi?", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni* 2005/13, 1-32.

Williamson, J. ve Mahar, M. (1998). *Survey of Financial Liberalization, Essays in International Finance*, No: 211, Princeton.

Wong, C.H. ve Carranza, L. (1998). "Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results", *IMF Working Paper*, No: 98/103, 1-30.

Yapraklı, S. (2007). "Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 5(1), 67-89.