

**T.C.  
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL LİBERALİZASYON  
VE EKONOMİK BÜYÜME ETKİLEŞİMİ ÜZERİNE  
EKONOMETRİK BİR ANALİZ**

**Şerife ÖZŞAHİN**

**DOKTORA TEZİ**

**Danışman  
Doç.Dr.Doğan UYSAL**

**Konya-2011**



## BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Öğrencinin

Adı Soyadı

Şerife ÖZŞAHİN

Numarası

064126001003

Ana Bilim / Bilim Dalı

İktisat/İktisat

Programı

Tezli Yüksek Lisans

Doktora

Tezin Adı

Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi  
Üzerine Ekonometrik Bir Analiz

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.



## DOKTORA TEZİ KABUL FORMU

Öğrencinin	Adı Soyadı	Şerife ÖZŞAHİN		
	Numarası	064126001003		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat/İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/>	Doktora <input checked="" type="checkbox"/>	
	Tez Danışmanı	Doç.Dr.Doğan UYSAL		
Tezin Adı	Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz			

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan “Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz” başlıklı bu çalışma 18/07/2011 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç.Dr.Doğan UYSAL

Prof.Dr.Abdülkadir BULUŞ

Doç.Dr. Serdar OĞE

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
Bilimsel Etik Sayfası .....	ii
Tez Kabul Formu .....	iii
Özet .....	iv
Summary .....	vi
Kısaltmalar Listesi .....	vii
Tablolar Listesi .....	viii
Şekiller Listesi .....	x
Giriş .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FINANSAL PİYASALARA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE FINANSAL LİBERALİZASYONUN TEORİK TEMELLERİ

1.1.Finansal Sistem Olgusu .....	5
1.1.1. Finansal Piyasalar ve Temel Fonksiyonları .....	6
1.1.2.Finansal Bütünleşme Sürecinde Finans Sisteminde Yaşanan Gelişmeler .....	9
1.1.3. Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal Piyasalarda İstikrarsızlık .....	12
1.2.Finansal Gelişme ve Ekonomik Gelişmişlik İlişkisine Yönelik Teorik Açıklamalar ...	14
1.3. Finansal Gelişmişliğe Yer Veren Büyüme Modelleri .....	18
1.3.1. Neo-klasik Büyüme Yaklaşımı .....	19
1.3.2. İçsel Büyüme Yaklaşımı .....	23
1.4. Liberalizasyon Öncesi Finansal Piyasaların Yapısı ve Finansal Baskı Politikası .....	28
1.4.1. Finansal Baskının Bir Politika Aracı Olarak Kullanılması .....	29
1.4.2. Finansal Baskı Politikasının Olumsuz Etkileri .....	31
1.4.3. Finansal Baskı Politikasının Rasyonalitesi .....	34

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALİZASYON HİPOTEZİ: MCKINNON-SHAW YAKLAŞIMI ve BU YAKLAŞIMA KARŞIT GÖRÜŞLER

2.1. Finansal Liberalizasyon.....	38
2.1.1. İç Finansal Liberalizasyon.....	40
2.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon .....	42
2.1.2.1. Dış Finansal Liberalizasyonunun Olumlu Etkileri.....	44
2.1.2.1. Dış Finansal Liberalizasyonunun Olumsuz Etkileri.....	46
2.2. Finansal Liberalizasyonu Savunan Temel Görüşler.....	48
2.2.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımı .....	48
2.2.1.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımının Varsayımları .....	50
2.2.1.2. McKinnon ve Shaw'ın Farklı Noktaları: Para ve Fiziki Sermaye Arasındaki Tamamlayıcılık ile Borç-Aracılık Görüşü .....	52
2.2.1.3. McKinnon ve Shaw'un Finansal Liberalizasyon Modeli.....	58
2.2.2. Kapur ve Mathieson Modelleri.....	60
2.3. Finansal Liberalizasyonun Başarı Koşulları ve Optimal Sıralaması .....	66
2.4. Finansal Liberalizasyon Yaklaşımına Yönelik Eleştiriler .....	70
2.4.1. Neo-Yapısalcı Görüş .....	72
2.4.2. Post Keynesyen Görüş.....	76
2.4.3. Mikroekonomi Eksenli Görüş .....	79

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALİZASYON, FİNANSAL BÜTÜNLEŞME ve EKONOMİK BÜYÜME ETKİLEŞİMİ

3.1. Finansal Bütünleşmenin Olumlu Etkileri .....	85
3.2. Finansal Bütünleşmenin Olumsuz Etkileri.....	89
3.3. Finansal Bütünleşmenin Fayda-Maliyet Analizi .....	93

3.3.1. Makroekonomik Oynaklık (Tüketim, yatırım ve çıktı hacmindeki oynaklık) .....	93
3.3.2. Kriz Yaratma Eğilimi .....	98
3.3.3. Ekonomik Büyüme .....	101
3.4. Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Büyüme Etkileme Kanalları .....	105
3.4.1. Doğrudan Kanallar .....	107
3.4.1.1. Yurtiçi Tasarruf Hacmindeki Artış .....	108
3.4.1.2. Risk Çeşitlendirmesine Bağlı Olarak Sermaye Maliyetinin Azalması ..	112
3.4.1.3. Teknoloji Transferi .....	115
3.4.1.4. Finansal Sektörün Gelişimi .....	118
3.4.2. Dolaylı Kanallar .....	122
3.4.2.1. Uzmanlaşmanın Desteklenmesi .....	122
3.4.2.2. Kurumsal Kalite ve Yönetişim .....	124
3.4.2.3. Tutarlı Makroekonomik Politikaların Teşviki .....	128

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL LİBERALİZASYONUN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ARDL YÖNTEMİ İLE ANALİZİ**

4.1. Finansal Liberalizasyon, Finansal Bütünleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisini Konu Edinen Literatür Çalışmaları .....	131
4.2. Ekonometrik Analizde Kullanılacak Değişkenler ve Veri Kaynakları .....	142
4.2.1. Finansal Liberalizasyonu Ölçmekte Kullanılan <i>De Jure</i> Endeskler .....	143
4.2.2. Finansal Liberalizasyonu Ölçmekte Kullanılan <i>De Facto</i> Endeskler .....	147
4.3. Değişkenleri Tanımlamakta Kullanılan Kısaltmalar .....	151
4.4. Ekonometrik Metodoloji .....	152
4.4.1. Durağanlığın Sınanması ve Birim Kök Testleri .....	153
4.4.1.1. Yapısal Kırılmanın Dikkate Alınmadığı Birim Kök Testleri .....	154
4.4.1.1.1. ADF ve DF Birim Kök Testleri .....	154
4.4.1.1.2. Phillips-Perron Birim Kök Testleri .....	157

4.4.1.1.3. KPSS Birim Kök Testleri .....	158
4.4.1.2. Yapısal Kırılmanın Dikkate Alındığı Birim Kök Testleri.....	160
4.4.1.2.1. Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi.....	161
4.4.2. Sınır Testi ve ARDL Yöntemi .....	162
4.5. Ampirik Analiz ve Bulgular .....	167
4.5.1. Çeyrek Dönemlik Serilere İlişkin Ekonometrik Bulgular .....	168
4.5.1.1. Çeyrek Dönemlik Seriler İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları.....	169
4.5.1.2. Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı Sonuçları .....	172
4.5.2. Yıllık Serilere İlişkin Ekonometrik Bulgular .....	183
4.5.2.1. Yıllık Serilere İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları .....	184
4.5.2.2. Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı Sonuçları .....	186
<b>Sonuç .....</b>	<b>198</b>
<b>Kaynakça.....</b>	<b>206</b>



Öğrencinin	Adı Soyadı	Şerife ÖZŞAHİN		
	Numarası	064126001003		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat/İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/>	Doktora	<input checked="" type="checkbox"/>
	Tez Danışmanı	Doç.Dr.Doğan UYSAL		
Tezin Adı	Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz			

## ÖZET

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik büyüme oranları üzerinde yol açtığı etkiler, yıllık ve çeyrek dönemlik veriler yardımıyla araştırılmıştır. Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı, kurumsal kalite, finansal derinleşme, eğitim düzeyi, ticari açıklık gibi çeşitli kontrol değişkenlerin kullanılmasıyla belirlenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla serilerin farklı düzeyde durağanlığına imkan tanıyarak kısa ve uzun dönem katsayı tahmini yapan sınır testi ve ARDL yöntemlerinden faydalanılmış ve elde edilen sonuçların doğruluğu FMOLS tekniğiyle de sınanmıştır.

Finansal liberalizasyon ve büyüme oranları arasındaki kısa ve uzun dönemli etkileşim ile nedensellik ilişkilerinin belirlenmesi amacıyla, altı farklı finansal liberalizasyon göstergesi diğer kontrol değişkenler sabit tutularak altı modelde tahmin edilmiştir. Finansal liberalizasyon göstergelerinin seçiminde ise ilgili literatürde kullanılan *de jure* ve *de facto* ölçütlerden yararlanılmıştır. Ayrıca seçilen ölçütlerin elde edildiği veri setlerinin farklı zaman dilimlerine göre oluşturulması nedeniyle kullanılan modeller, yıllık ve çeyrek dönemli olarak ikiye ayrılmıştır. Çeyrek dönemli verilerin kullanıldığı modeller 1989.1-2010.1 dönemini kapsarken yıllık serilerle tahmin edilecek zaman dilimi ise 1980-2009 sürecidir.

Sınır testi ve ARDL yönteminden elde edilen bulgular, finansal liberalizasyon ve büyüme arasındaki etkileşimin analiz yapılan döneme göre farklılaştığını göstermektedir. Bu sonuç literatürde yapılan pek çok çalışmayı destekler nitelikte, iki değişken arası etkileşim hakkında kesin bir çıkarım yapmanın mümkün olmayacağına işaret etmektedir. Öte yandan tahmin edilen altı modelde zaman dilimi farklılaşmasına rağmen, eğitim düzeyi, kurumsal kalite ve ticari açıklığın büyüme oranlarını pozitif yönde etkileyen değişkenler olduğu tespit edilmiştir.

Granger nedensellik testi ile değişkenler arası nedensellik ilişkileri incelendiğinde ise tahmin edilen tüm modellerde uzun dönemli nedensellik ilişkisinin mevcut olduğu görülmüştür. Kısa dönemde ise finansal derinleşme ve ticari açıklıktan büyüme oranlarına nedensel bir ilişki bulunmaktadır. Bununla birlikte tahmin edilen iki modelde büyüme oranları finansal liberalizasyon göstergelerinin nedeni iken diğer iki modelde ise finansal liberalizasyon göstergeleri büyüme oranlarının nedenidir.



Öğrencinin	Adı Soyadı	Şerife ÖZŞAHİN		
	Numarası	064126001003		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat/İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/>	Doktora	<input checked="" type="checkbox"/>
	Tez Danışmanı	Doç.Dr.Doğan UYSAL		
Tezin İngilizce Adı	An Econometric Analysis on the Interaction of Financial Liberalization and Economic Growth in Turkish Economy			

## SUMMARY

This study examines the effects of financial liberalization policies on economic growth in Turkish economy by using annual and quarterly data. The existence of long run relationship between financial liberalization and economic growth is ascertained by employing control variables such as institutional quality, financial deepening, level of education and trade openness. For this purpose, bounds test and ARDL approaches are used to determine the long run and short run estimates by allowing series with different levels of stationary and findings are supported by FMOLS methodology.

Holding control variables constant, this study estimates six models with six different indicators of financial liberalization in order to assess the long and short run interactions and causal relationships between financial liberalization and economic growth. *De facto* and *de jure* criteria, which are conventionally used in the related literature, were utilized in selection of indicators for financial liberalization. In addition to this, annual and quarterly models are employed since selected indicators obtained from diverse data sets, which had been created by taking different time periods into account. While models with quarterly data cover the period 1989.1-2010.1, models with annual data cover the years from 1980 to 2009.

Bounds test and ARDL processes implies that the relationship between financial liberalization and economic growth varies according to the selected time period. This finding provides evidence that support the past literature indicating that it cannot be reached a conclusive result regarding the association between these two variables. Six estimated models with annual and quarterly time series, on the other hand, show that level of education, institutional quality and trade openness have a positive effect on economic growth.

According to Granger Causality tests, there is a long run link between financial liberalization and economic growth in all models in terms of causality. In the short run, on the other hand, the Granger causality running from financial deepening and trade openness to economic growth coexists. In addition to this, while growth rates are the causes of financial liberalization indicators in two models, financial liberalization rates are the causes of economic growth rates in the other two models.

**KISALTMALAR LİSTESİ**

ADF	: Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif Model
FMOLS	: Tam Düzenlenmiş En Küçük Kareler Yöntemi
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IFS	: Uluslararası Finansal İstatistikler
IMF	: Uluslararası Para Fonu
PP	: Phillips-Perron Birim Kök Testi
SCH	: Schwarz Bilgi Kriteri
vd.	: ve diğerleri
WDI	: Dünya Kalkınma Göstergeleri

## TABLolar LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo-1: Kurumsal Kalite Değişkenine Ait Özdeğer ve Özvektör İstatistikleri .....	168
Tablo-2: Serilere İlişkin ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	169
Tablo-3: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları.....	170
Tablo-4: Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testine İlişkin İstatistikî Sonuçlar .....	171
Tablo-5: Model 1, 2 ve 3 için Uygun Gecikme Uzunluğunun Seçimine İlişkin İstatistikler .....	173
Tablo-6: Model 1, 2 ve 3'e Ait Sınır Testi Sonuçları .....	174
Tablo-7: Model 1, 2 ve 3'e Ait Uzun Dönem Katsayı Tahminleri.....	175
Tablo-8: Model 1, 2 ve 3'e Ait Hata Düzeltme Modeli Tahminleri ve Kısa Dönem Katsayıları .....	177
Tablo-9: FMOLS(Tam Düzenlenmiş EKK) Yöntemiyle Model 1, 2 ve 3'e Ait Katsayı Tahminleri.....	179
Tablo-10: Model 1'e İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları .....	180
Tablo-11: Model 2'ye İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları .....	181
Tablo-12: Model 3'e İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları .....	182
Tablo-13: Kurumsal Kalite Değişkenlerine Ait Pearson Korelasyon Katsayıları ....	183
Tablo-14: Yıllık Serilere İlişkin ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları .....	184
Tablo-15: KPSS Birim Kök Test Sonuçları.....	185
Tablo-16: Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Test Sonuçları .....	186

Tablo-17: Model 4, 5 ve 6 İçin Uygun Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi.....	187
Tablo-18: Model 4, 5 ve 6'ya Ait Sınır Testi Sonuçları.....	188
Tablo-19: Model 4, 5 ve 6'ya Ait Uzun Dönem Katsayı Tahminleri.....	189
Tablo-20: Model 4, 5 ve 6'ya Ait Hata Düzeltme Modeli Tahminleri ve Kısa Dönem Katsayıları .....	191
Tablo-21: FMOLS(Tam Dzeltiymiş EKK) Yönteminin Model 4, 5 ve 6'ya İlişkin Katsayı Tahminleri.....	193
Tablo 22: Model 4'e İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları.....	194
Tablo 23: Model 5'e İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları.....	195
Tablo 24: Model 6'ya İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları .....	196

**ŞEKİLLER LİSTESİ**

	<u>Sayfa No</u>
Şekil-1: Neo-klasik Büyüme Modelinde Üretim Fonksiyonu .....	21
Şekil-2: Tasarruf Hacmindeki Artış ve Büyüme Oranı ile İlişkisi .....	22
Şekil-3: Faiz Oranı Tavan Politikasının Yatırım ve Tasarruf Hacmi Üzerindeki Etkisi .....	59
Şekil-4: Geleneksel Görüşe Göre Finansal Bütünleşmenin Kazanımları .....	87
Şekil-5: Finansal Bütünleşmenin Ekonomide Yaratacağı Dolaylı Etkiler ve İşleyiş Mekanizması .....	88
Şekil-6: Eşik Kriterine Göre Finansal Bütünleşmenin Yaratacağı Etkiler .....	89
Şekil-7: Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerinde Değişime Yol Açtığı Doğrudan ve Dolaylı Kanallar .....	105
Şekil-8: Finansal Bütünleşmenin Büyüme Oranları Üzerindeki Etkisine Yönelik Geleneksel Görüş ve Dolaylı(Yan) Etkileri .....	106

# **TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME ETKİLEŞİMİ ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ**

## **GİRİŞ**

1980'li yılların ortalarında başlayan finansal bütünleşme dalgası, sermayenin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasında hiçbir kısıtlama olmaksızın hareket etmesine imkan tanımıştır. Bu şekilde özgür hareket imkânı bulan sermaye, giriş yaptığı bazı gelişmekte olan ülkelerde yüksek büyüme rakamlarıyla ilişkilendirilmiş olmasına rağmen diğer kısmında ise büyüme oranlarında hızlı düşüş ve finansal krizlere sebebiyet vermesi nedeniyle ciddi sosyal ve ekonomik maliyetlerin sorumlusu olarak etiketlenmiştir. Aynı olgunun yarattığı birbirine tezat bu iki sonuç, finansal liberalizasyonun gelişmekte olan ülkelerde yarattığı etkileri, hem akademik hem de siyasi çevrelerde yoğun tartışma konularından biri yapmıştır(Prasad vd., 2007: 458).

Yaşanan bu gelişmeler neticesinde iktisatçılar tarafından önerilen çözüm önerileri birbirinden oldukça farklıdır. Bazı iktisatçılar yaşanan kriz ve yaratacağı yayılma etkisi nedeniyle ülke ekonomilerinin uluslararası finansal sistemden izole edilmesini veya liberalizasyon sürecinin askıya alınması önerirken bir kısım iktisatçı ise bu sorunlarla mücadele edebilmek için devlet müdahalelerinin faydalı olabileceğini belirtmiştir. Finansal bütünleşmeye daha ihtiyatlı yaklaşan ve sermaye hareketliliğine yönelik sınır getirilmesini öneren iktisatçılar, uluslararası finansal piyasaların spekülâtif ataklar, asimetrik bilgi, ahlaki çöküntü, sürü davranışı ve krizleri yayma gibi sorunlar nedeniyle etkin olmaktan uzak bir işleyiş göstereceğini ve ekonomik dalgalanmaları şiddetlendireceğini belirtmektedirler (Schmukler, 2008: 65; Stiglitz, 2000: 1079). Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomide istikrarsızlık yaratıcı özelliğine vurgu yapan Stiglitz(2000), ülkeye giriş yapan sermayenin kısa vadede ülkeyi terk etmesi halinde yaratacağı olumsuzlukları bertaraf

etmek amacıyla devlet kontrolünün önemine dikkat çekmektedir(Stiglitz, 2000: 1081).

Bu görüşler dışında ayrıca devletin finansal sisteme müdahalesini yaşanan krizlerin nedeni olarak görenler de mevcuttur. Bu görüşü savunanların temel argümanı, yurtiçi finansal sistemin uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleşmesinin gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi tasarruf hacmini artırarak, sermaye maliyetini düşürerek, teknoloji transferine imkan tanıyarak ve ulusal finans sisteminin gelişmesine katkı yaparak büyüme rakamları üzerinde artışa yol açacağıdır(Prasad vd., 2003). Bunlar dışında daha da önemlisi başarılı bir risk yönetimi sonucu üretimde uzmanlaşmanın sağlanması ile makroekonomik politika ve kurumsal yapıdaki gelişmeler de finansal liberalizasyon sonucu yakalanabilecek avantajlar arasında yer almaktadır(Köse vd., 2009a).

Benzer doğrultuda yurtiçi finansal sistemin güçlendirilmesi ve finansal liberalizasyonun uygun bir sıralama takip edilerek yürütülmesi gerektiğini belirten bir diğer farklı görüşte ise finansal yapının zayıf olduğu bir ekonomide finansal liberalizasyonun zararlı sonuçlar vereceğinden bahsedilmektedir. Bu görüşe göre yeterli kaynağın bulunmadığı, risk yönetiminin iyi bir şekilde yapılmadığı ve yanlış politikaların uygulandığı bir ekonomide ulusal finans piyasalarının dışa açılması, rekabetin şiddetli olduğu uluslararası sistemde bu piyasaları savunmasız bırakacak ve ciddi tahribatlara yol açabilecektir(Schmukler, 2008: 65). Bu bağlamda finansal liberalizasyonun sağlam bir kurumsal yapının tesisi ve uygun bir sıralama takip edilmeden uygulanması halinde finansal gelişmeyi destekleyerek büyümeye yardımcı olacağı beklentisini karşılamaktan uzakta kalacak ve daha çok makroekonomik volatilité ile kriz yaratma nitelikleri ortaya çıkacaktır(Ranciere vd., 2006: 1). Bu sonuçlar finansal liberalizasyon uygulamasının başarıya ulaşması için gerekli önkoşulların neler olduğu ve nasıl bir sıralama takip edilmesi gerektiği konularına büyük bir görev yüklemektedir.

Finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin inceleneceği bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. İlk iki bölümde temel olarak finansal liberalizasyona yönelik teorik açıklamalar kapsamlı bir şekilde

incelenecektir. İlk bölümde finansal liberalizasyon uygulamalarının başarıya ulaşmasında en önemli yapı olan finansal sistemlerin tanımı, fonksiyonları ve temel birimlerinin tanıtılmasının ardından finansal gelişmişlik ve ekonomik gelişmişlik arasındaki etkileşimin nasıl işlediğine dair açıklamalar sunulacaktır. Bunun ardından liberalizasyon öncesi finansal piyasalarda uygulanan, teorik temellerini Keynes ve Tobin'e borçlu olan ve McKinnon(1973) tarafından finansal baskı olarak adlandırılan politikaların temel karakteristikleri, uygulanma biçimleri ve bu politikaların gerekçeleri hakkında bilgi verilecektir. Finansal baskı uygulamasının yol açtığı olumsuzlukların tartışılmasıyla ilk bölüm tamamlanacaktır.

İkinci bölümde finansal liberalizasyon olgusunun tanımı, boyutları, iç ve dış finansal liberalizasyonunun getirdiği yenilikler ile taşıdığı risklerin tartışılmasının ardından finansal liberalizasyon hipotezinin teorisyenlerinden McKinnon(1973) ve Shaw(1973)'un görüşleriyle bu hipotezin altyapısı şekillendirilecektir. Kapur ve Mathieson'un açıklamalarıyla katkı yaptığı bu hipotez, kapalı ve açık ekonomi durumlarına göre ayrı ayrı analiz edildikten sonra finansal liberalizasyonun başarıya ulaşması için optimal sıralamasının ne olabileceği tartışılmasına yer verilecektir. İkinci bölümde son olarak finansal liberalizasyon hipotezine neo-yapısalcı ve post-keynesyenler ile Stiglitz ve Weiss gibi mikro iktisat temelli görüş tarafından yöneltilen eleştirilerin temel noktaları ile bu görüşlerin yanlısamları ayrı başlıklar altında kapsamlı bir şekilde irdelenecektir.

Finansal bütünleşme ve finansal liberalizasyon arasındaki nüansların belirlenmesiyle başlayan üçüncü bölümde, finansal bütünleşmenin kazanım ve kayıplarının neler olduğu hakkında detaylı açıklamalarda bulunulacaktır. Bu açıklamaların ardından makroekonomik oynaklık, kriz yaratma ihtimali ve ekonomik büyüme olarak üç ana başlığa indirgenen finansal bütünleşmenin makro ekonomik etkileri, bu etkilere yönelik teorik açıklamalar ve bu teorilerin geçerliliğinin sınındığı uygulamalı çalışmalardan edinilen bulguların eşleştirilmesiyle analiz edilecektir. Özellikle finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme oranlarında değişime yol açtığı aracı değişkenler, ekonomik büyümeyi doğrudan ve dolaylı olarak etkileme kriteri esasına göre ayrı başlıklar halinde ayrıntılı olarak incelenecektir.

Çalışmanın son bölümü olan dördüncü bölümde ise Türkiye ekonomine ait yıllık ve çeyrek dönemlik veriler yardımıyla altı farklı finansal liberalizasyon endeksi oluşturulacaktır ve çeşitli kontrol değişkenleri kullanılarak ekonomik büyüme ve finansal liberalizasyon arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişki ile olası nedensellik ilişkileri, kurulan sınır testi ve ARDL modelleri ile FMOLS tekniği yardımıyla belirlenmeye çalışılacaktır. Çalışma genel bir değerlendirmenin yapıldığı sonuç bölümüyle tamamlanacaktır.

## 1.BÖLÜM

### FİNANSAL PİYASALARA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE FİNANSAL LİBERALİZASYONUN TEORİK TEMELLERİ

Finansal liberalizasyon öncesi finansal piyasalarda uygulanan faiz tavanları, yüksek zorunlu karşılıklar ve tercihli kredi politikası gibi finansal baskı uygulamalarının tartışılacağı bu bölümde ilk olarak finansal sistem olgusu ile finans piyasalarının ekonomik gelişmişlik ve büyüme teorilerindeki yeri hakkında açıklamalara yer verilecektir.

#### 1.1.Finansal Sistem Olgusu

Özellikle 1980 sonrası süreçte finansal piyasalar ve ekonomik sistemdeki gelişmelerin birbirine eşlik etmesi, finansal ve reel parametrelerin birbiri üzerinde etkisi olmadığını belirten dikotomi görüşünü çürüten bir gelişmedir. Ekonomik gelişmişliğin başlangıç dönemlerinde ekonomilerin nispeten zayıf yapısı ile finansal sistemlerin gelişmemiş, finansal araçların basit düzeyde kaldığı bir sistem mevcut iken ekonomilerin gelişmesi, finansal araçların ve finansal araçların çeşitlenmesini de beraberinde getirmiştir(Capasso, 2008: 10).

Finans sektörünün ekonomik performans üzerindeki etkileri çoğunlukla üç kriter üzerinden analiz edilmektedir. Bu kriterlerden ilki, finansal sistemin uzun dönem ekonomik büyüme oranlarına katkısı iken ikinci kriter büyüme oranlarında artış sağlamasına ek olarak yoksulluk azalışını beraberinde getirebilmesidir. Üçüncü olarak finans sektörü ekonomik faaliyetlerde ve gelir düzeyinde istikrar sağlayıcı bir görev de üstlenebilir. Finansal sistemlerin ekonomik performansı sıralanan bu üç kriter aracılığıyla etkileyebilmesi, ülke ekonomilerinin daha finans yoğun bir yapıya dönüştürmesi sonucunu beraberinde getirmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin bu üç kriterden olumlu sonuçlar elde edebilmesi, finansal sistemlere ve bu piyasaların fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirmesine bağlı olmaktadır(Caprio ve Honohan, 2001: 31-34).

### 1.1.1. Finansal Piyasalar ve Temel Fonksiyonları

Ekonomilerinin etkin bir işleyiş sergilemesi, istikrarlı olması ve parasal aktarım görevini iyi bir şekilde yerine getirmesinde önemli bir işlevi olan finansal sistemler, sahip oldukları yapı ve işleyiş koşulları açısından ülkeden ülkeye farklılık göstermektedirler(Artan, 2007: 72). Finans sisteminin, ekonomik yapının beyni olarak kabul edilmesi ve bu piyasalarda alınacak kararların tüm ekonomik aktiviteleri etkileyecek olması, finans sektörüne verilen önemin nedenini oluşturmaktadır(Stiglitz, 1994: 20-21).

Finansal sistem, bankacılık kesimi gibi organize olmuş piyasalar ve finansal araçların birbiriyle rekabet ettiği ve aynı zamanda birbirini tamamladığı organizasyonel bir bütünlüktür. Finansal yenilikler, finans sisteminin ekonomik etkinlik amacını gerçekleştirmesinde itici bir faktör olarak işlev göstermektedir. Teknolojik yenilikler de finansal işlem maliyetindeki azalışlarla finansal sistemin gelişmesine yardımcı olan bir diğer unsurdur(Merton ve Bodie, 1995: 4-5).

Sermayenin farklı kullanıcı ve kullanım alanları arasında tahsisinin sağlanması ve yatırım kararlarında idarecileri yönlendirici sinyaller sunması gibi bazı fonksiyonları yerine getiren finansal sistemler, birincil fonksiyon olarak kaynak tahsisi görevini üstlenmekte(Stiglitz, 1985: 133) ve tasarruf sahiplerinin biriktirdikleri fonların ihtiyaç sahibi diğer ekonomik aktörlere ulaştırılmasına imkan tanımaktadırlar(Boot ve Thakor, 1997: 693-694). 1980 öncesinde daha çok sanayileşmenin sağlanması hedefi doğrultusunda finansal piyasaların birincil fonksiyonuna vurgu yapılmasına rağmen, daha sonraları finansal piyasaların tasarrufların mobilizasyonunu sağlaması yanında daha birçok işlevi yerine getirdiği belirtilerek özellikle etkinlik ve ekonomik büyüme oranlarının yükseltilmesindeki kilit rolüne dikkat çekilmiştir(Stiglitz, 1994: 21-22).

Sanayileşmenin sağlanmasında finans sisteminin rolüne dair açıklamaların geçmişi, 1873 yılına ait çalışmasıyla Bagehot'a kadar uzanmaktadır. Bu çalışmada Bagehot(1873), sanayi devrimindeki başarıyı, İngiltere finans sisteminin tasarrufların mobilizasyonunu iyi bir şekilde sağlamasına bağlamaktadır. Finansal sistemin

bireylerin ellerinde biriken tasarrufları toplamada daha etkin olması nedeniyle ekonomik büyüme oranlarının önemli bir belirleyicisi olduğunu belirten Bagehot(1873), tasarrufların mobilizasyonunun sermaye birikimi üzerinde yaratacağı doğrudan etki yanında kaynak dağılımını iyileştirici ve teknolojik yenilikler yaratıcı niteliklerini de dikkat çekmektedir(Bagehot, 1873: 3-4 akt. Levine, 1997: 699).

Stiglitz'e göre finansal piyasaların temel fonksiyonları sermayenin tasarrufçudan yatırımcıya iletilmesine ve sermayenin toplanmasına aracılık etmesi, projelerin seçimi, denetleme, sözleşmeleri yürürlüğe koyma, riskin aktarımı ve paylaşımı, işlemlerin kayıt altına alınması ve aracılıktır. Bu tanımlamaya göre finansal piyasaların görevi yalnızca dönemler arası ticaret yapmayı kolaylaştırmakla sınırlı kalmayarak risk ve bilgi paylaşımına da imkan tanıyıcı şekilde kapsamı genişlemektedir(Stiglitz, 1994: 21-22).

Merton'a göre finansal sistemler bir ödeme sistemi ve kaynak toplama mekanizması oluşturmak, zaman ve mekânlar arası kaynak transferine imkan tanımak, risk kontrolü ve belirsizlik ortamında yönetim için kolaylıklar sunmak, yatırımların etkin dağılımını sağlamak ve finansal işlemlerde taraflar arası bilgi asimetrisi sorunuyla baş etmeye yardımcı olmak şeklinde sıralanabilecek bazı görevleri yerine getirmektedirler(Merton, 1995: 23-24). Benzer doğrultuda Levine ise bilgi toplama ve işlem maliyetlerinin varlığını finansal piyasalar ve finansal kurumların ortaya çıkışı için önemli bir teşvik unsuru olarak görmüş ve finansal piyasaların temel fonksiyonlarını beş temel kategoride toplamıştır. Levine'e göre finansal piyasalar(Levine, 1997: 690-691):

- Ticaret yapmayı kolaylaştırır ve riski çeşitlendirme, risk yönetimi ve riske karşı koruma sağlar.
- Kaynak dağılımına yardımcı olur.
- Yöneticileri izleyerek yapılan faaliyetler üzerinde bir kontrol mekanizması kurar.
- Tasarrufların mobilizasyonunu sağlar.
- Mal ve hizmetlerin değişimini kolaylaştırır.

Levine, sıralanan bu temel fonksiyonların ülke ve zamana göre farklılık göstermemesine rağmen finansal hizmetlerin ve bu fonksiyonları yerine getiren finansal piyasalar ile finansal kurumların zaman içinde ve ülkeden ülkeye nitelik bazında büyük farklılık gösterdiğine dikkat çekmektedir(Levine, 1997: 689). Bu doğrultuda Merton ve Bodie de Levine(1997) ile benzer bazı fonksiyonlara vurgu yaparak finansal sistemlerin temel ve öncül fonksiyonlarını altı alt başlıkta toplamıştır. Bunlar (Merton ve Bodie, 1995: 5):

- Ticaret yapmayı kolaylaştırmak için bir ödeme sistemi oluşturmak,
- Kaynak toplamaya yardımcı olacak bir sistem oluşturmak,
- Kaynakların zaman, sektör ve sınırlar arasında aktarımını sağlamak,
- Risk yönetimine yardımcı olacak bazı yöntemler geliştirmek,
- Farklı sektörlerde birbirinden bağımsız olarak verilen kararların koordinasyonuna yardımcı olacak fiyat bilgisi sağlamak,
- Finansal işlemlerde taraflardan birinin bilgi sahibi olmasına rağmen diğer tarafın bilgisi olmaması sonucu ortaya çıkan asimetrik bilgi kaynaklı sorunların çözümüne yönelik önerilerde bulunmak.

King ve Levine tarafından finansal kurumların üç hizmeti yerine getirerek yatırımların etkinliğini artırmaya katkı yaptığı belirtilmiştir. Bunlardan ilki finansal kurumların etkin biçimde projeleri değerlendirerek aralarında en cazip olanı seçmesidir. Proje değerlendirme sürecinin oldukça maliyetli bir süreç olması ve bireylerin katlanmayı kabul edebileceğinin ötesinde yüksek bir sabit maliyeti gerekli kılması, proje değerlendirmede giderek artan tecrübelerinden dolayı uzmanlaşmış finansal kurumları daha avantajlı bir konuma taşımaktadır. Finansal kurumların yerine getirdiği ikinci hizmet ise hanehalkının tasarruflarını toplayarak en uygun projelerin finansmanı için kullanıma hazır hale getirmesidir. Üçüncü olarak ise finansal kurumlar yeniliklerle ilintili olarak ortaya çıkan riskleri çeşitlendirir ve risk paylaşımı sağlar(Auerbach ve Siddiki, 2004: 238; King ve Levine, 1993b: 516).

Uluslararası finansal piyasalar ekonomik aktörlere farklı piyasalarda kaynak edinme fırsatı sunması yanında geçici resesyon sıkıntısı yaşayan ülkelerin yurtdışından borçlanmasına da imkan vermektedir. Böylece düşük sermaye düzeyine

sahip olan gelişmekte olan ÷lkeler yatırımlarını finanse etmek için kaynak bulabilirler ve tasarruf oranında artış olmaksızın ekonomik büyüme desteklenmiş olur. Daha geniş kapsamda uluslararası sermaye piyasaları bölge ayırımına gitmeden tasarrufların en etkin araçlara yönlendirilmesine de yardımcı olurlar(Obstfeld, 1998: 10).

Uluslararası finansal piyasaların bir diğer önemli rolü de baskı altındaki ulusal sermaye piyasalarından çıkar sağlayan politika yapıcılarını eğitmektir. Aşırı kamu borçlanması veya liyakatsiz banka düzenlemeleri gibi liberalizme ters düşen politikalar spekülatif sermaye kaçışına ve yüksek yurtiçi faiz oranına yol açacağı için liberalizasyon sonrası bu zararlı politikaların terk edilmesini gerekli kılmaktadır(Obstfeld, 1998: 10).

### **1.1.2. Finansal Bütünleşme Sürecinde Finans Sisteminde Yaşanan Gelişmeler**

Neo-klasik ve içsel büyüme teorilerinde ekonomilerin farklı oranlarda büyüme performansı göstermelerinin nedeni olarak her ülkenin finans sisteminin farklı düzeyde işlev göstermesi ve kurumsal gelişmişliğin ekonomik gelişmişliği bu nedenle farklı oranlarda etkileyeceği belirtilmektedir(King ve Levine, 1993; Levine ve Zervos, 1996: 325-328). Neo-klasik iktisadi düşüncenin bir politika önerisi olan finansal liberalizasyon teorisinde de, teknolojik değişim ve finansal hizmetlere yönelik talebin bir yansıması olarak piyasada oluşan yeniliklerin finansal gelişmişlik için itici bir güç oluşturduğu savunulmaktadır(Grais ve Kantur, 2002). 1990'lı yıllarla birlikte finans piyasalarında gör÷len hızlı yükseliş ivmesi sonucunda finansal enstrüman sayısı ve finansal araçların fonksiyonlarında artış da bu gelişmelerin bir uzantısıdır(World Bank, 1999). Yurtiçinde faaliyet gösteren ulusal yatırımcı ve tasarrufluların uluslararası finansal araçlar kanalıyla uluslararası finansal piyasaları kullanmaları kadar uluslararası finansal araçların da ulusal finans sisteminde faaliyet göstermesi, finansal bütünleşmenin önemli getirilerinden yalnızca biri olarak örnek verilebilir(Schmukler, 2008: 51-53).

Ülke ekonomilerini finansal bütünleşmeye yönelik adımlar atmaya iten bazı ekonomik aktörler mevcuttur. Bu aktörlerden her biri, ulusal finans sisteminin uluslararası finansal sistemle bütünleşmesinde önemli bir rol üstlenmektedir (Schmukler, 2008: 51-53). Bu aktörlerden ilki, yurtiçi finans sistemine ve ödemeler dengesi sermaye hesabına ilişkin kısıtlamaları serbestleştirerek veya tamamen ortadan kaldırarak finans piyasaları arasındaki engelleri kaldıran hükümetlerdir. Hükümetler, finansal baskı uygulamasıyla kredi dağılıma miktar ve fiyat açısından sınırlama getirerek yurtiçi finans sektörü üzerinde düzenleme yapma imkânına sahiptirler. Aynı zamanda sermaye hareketlerine yönelik sınırlamalarla döviz işlemleri, türev işlemler ve yabancı yatırımcıların ulusal finans sistemine katılımına ilişkin engellemeler yapma imkânları da mevcuttur(Schmukler, 2008: 55).

Finansal bütünleşmeye yardımcı olan ikinci ekonomik aktör ise hanehalkı ve firmalardan oluşan tasarrufçu ve yatırımcılardır. Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, finansal bütünleşme ile yurtdışından borçlanma imkânına kavuşarak bütçelerinin ötesinde bir harcamayla tüketim ve yatırım düzleştirmesi yapma fırsatı bulurlar. Firmalar, uluslararası piyasalarda doğrudan tahvil ve hisse senedi çıkararak doğrudan finansman yoluyla finansman alternatiflerini çeşitlendirebilirler. Sunulan çeşitli finansman alternatifleri, yatırımcılar için doğrudan ve dolaylı araçlarla yatırım yapmanın önündeki engelleri ortadan kaldırma fırsatı sunmaktadır(Schmukler, 2008: 56). Bu şekilde yatırımcıların uluslararası piyasalarda portföylerini çeşitlendirmesi ve riski paylaşması, zamanlar arası tüketim tercihlerinde ileriye dönük pozitif bir refah kazanımına yol açacaktır(Obstfeld, 1994: 1326-1327).

Finansal bütünleşmeye yardımcı olan bir diğer ekonomik aktör ise finansal araçlardır. Bilgi toplama, sözleşme akdi ve işlem yapma maliyetlerinden dolayı gereksinim duyulan finansal araçlar, zaman ve yer boyutunda kaynakların etkin dağılımına yardımcı olmaktadır(Levine, 2001: 691). Finansal araçların aynı zamanda yatırım kararı öncesinde üretken teknolojileri araştırması, yöneticileri yönlendirmesi ve yatırım için kaynak sağlama fonksiyonlarını yerine getirmesi, bu kurumların finansal bütünleşmedeki kilit rolüne işaret etmektedir(Levine, 1997).

Boyd ve Prescott ise finansal aracların temel iŖlevlerini Ŗu Ŗekilde zetlemiŖtir(Boyd ve Prescott, 1985: 1):

- Finansal araclar ekonomik aktörlerin birinden borç aldığı tasarrufları bir diğer ekonomik aktöre kullanması için borç vermektedir.
- Ekonomide çok sayıda borç veren-borç alan taraf olması nedeniyle finansal araclar bu iki kesimin istekleri arasında denge sağlayıcı bir konumdadır.
- Finansal araclar aynı zamanda kaynak kullanımı için talepte bulunan ekonomik aktörlere yönelik bilgi de sağlamaktadır.

Harcamalarını bütçe kısıtları doğrultusunda yapan bireylerin tüketimleri gelirleri tarafından, yatırımları ise kendi tasarrufları tarafından finanse edilir. Bu nedenle i finansmanı tercih eden bireylerin finansal varlık ve borç düzeyleri birbirine eŖit seviyededir. Ancak finansal sistemin geliŖimiyle beraber bireyler, hükümetler ve firmalar i finansmandan uzaklaŖarak daha yoğun bir biçimde dıŖ finansmanı tercih eder hale gelmiŖlerdir. DıŖ finansman doğrudan ve dolaylı finansman olmak üzere iki Ŗekilde yapılmaktadır. Doğrudan finansman elinde harcamasından arta kalan fazla olan birimlerin açık olan birimlere borç vermesidir. Elinde kaynak fazlası olan taraf, kaynak ihtiyacı olan tarafa belli bir karŖılıkla borç verir. Bu tür i finansman veya doğrudan finansmanın kullanıldığı ve finansal aracların geliŖimine imkan tanınmadığı durumlarda ekonomik geliŖmiŖliđin hızı önüne set konmuŖ olur(Gurley ve Shaw, 1955: 518-519).

Finansal aracların olmadığı bir durumda yatırımcılar her bir yatırım projesi hakkında ayrı ayrı bilgi toplamak zorundadırlar ve bu durum çoklu bir çabaya yol açmaktadır. Eksik bilgiyle alınan kararlarda hata yapma ihtimali yüksek olduğundan kaynak dağılımında ters sonuçlar da ortaya çıkabilir. Finansal aracların iŖlerlik kazanmasıyla birlikte bu etkinsiz durumların ortadan kalkması ve bedavacı ve çoklu çaba sorunlarının azalıŖıyla bilgi edinimi daha sistematik bir yapıya kavuŖur(Levine, 2001: 691).

Bireylerin harcamalarını bütçeleriyle sınırlandırmamaları ve iç finansman yanında dış finansmandan da faydalanmaları finansal araçların gelişmesine yol açmakta ve bireylerin riski dağıtmasına ve zamanlar arasında risk düzleştirmesine imkan tanımaktadır(Allen ve Gale, 1996: 1-2). Finansal araçların fonksiyonlarını iyi bir şekilde yerine getirmesi ayrıca piyasa başarısızlıkları sonucu oluşan sorunların giderilmesine ve kaynak dağılımı ile büyüme oranlarında artışa da yol açacaktır(Levine ve Zervos, 1996: 327).

Finansal liberalizasyon, finansal araçların kalkınma ve etkinliği sağlayacağına yönelik görüşü benimseyenlerce pek çok nedenden ötürü desteklenmektedir. Finansal liberalizasyon ile birlikte önemleri artan finansal araçların asimetrik bilgi ve işlem maliyetini azaltarak kaynak dağılımını kolaylaştırması ve ahlaki çöküntü ile tersine seçim sorununu hafifletmesi, liberalleşme uygulamalarına verilen desteğin nedenlerini oluşturmaktadır. Finansal araçlar yatırımcılardan aldıkları bilgilerle en uygun yatırım projesini tayin ederek kaynak dağılımında etkinlik sağlarlar ve büyümeye yardımcı olurlar. Ayrıca birbirinden dağınık ve bağımsız halde bulunan bireysel tasarrufların toplanmasıyla büyük yatırım projelerinin finansman ihtiyacının giderilmesinin büyüme üzerinde yaratacağı pozitif etkiler yanında daha ileri teknolojilere uyumu teşvik edici bir yönü de mevcuttur(Klein ve Olivei, 2008: 861-862).

### **1.1.3. Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal Piyasalarda İstikrarsızlık**

Teorik açıklamalarda etkin finansal piyasaların üretken yatırım projelerinin yapımıcısı olan firma, hanehalkı ve devlet için kaynak sağlayarak finansal sistemin gelişmesine de katkı sağlayacağı belirtilmesine rağmen Mishkin, finansal sistemlerin asimetrik bilgi sorunu nedeniyle çoğunlukla bu faaliyetleri etkin biçimde yerine getiremeyeceğine dikkat çekmektedir. Asimetrik bilgi, taraflardan birinin yatırım projesinin risk ve getirisi hakkında daha fazla bilgi sahibi olması durumunu ifade etmek için kullanılmaktadır. Finansal sistemlerde asimetrik bilginin varlığı tersine seçim ve ahlaki çöküntü olarak tanımlanan iki tür sorunu ortaya çıkaracaktır(Mishkin, 2003: 94).

Tersine seçim, finansal işlemler yapılmadan önce ortaya çıkan bir sorundur. Risk almayı seven bazı yatırımcılar, yüksek faiz oranlarından kredi alma konusunda riskten kaçınan yatırımcılara kıyasla daha fazla istekli olacaklardır. Borç verenler ise riskli projelere kaynak sağlamaktan endişe duyduklarından krediyi geri ödeme ihtimali yüksek olan alıcılara kredi vermek niyetindedir(Fry, 1997: 305-306). Ancak yüksek kredi faiz oranları nedeniyle kredi talebinde bulunan bazı güvenilir yatırımcıların kredi isteğinden vazgeçmeleri, riski seven yatırımcıların kredi almaya hak kazanmasına neden olacaktır. Sonuçta düşük getirili bazı projeler sadece kredi alıcılarının yüksek faiz oranlarından borçlanmayı kabul etmesinden dolayı bankalardan kredi alabilecek ve daha yüksek getirili projeler kaynak bulmakta sıkıntı çekebilecektir(Mishkin, 2003: 94).

Ahlaki çöküntü ise kredi verildikten sonra ortaya çıkan bir sorun olmaktadır. Bireyler kendi varlıklarına dikkat gösterdikleri kadar başkalarının varlıklarına aynı özeni gösterme konusunda hassasiyete sahip değildirler. Bu nedenle ödünç aldıkları para konusunda da kendi sahip oldukları para kadar dikkatli olmamaları sonucu ahlaki çöküntü sorunu ortaya çıkacaktır. Yüksek faiz oranından alınan kredilerin riskli yatırımlarda kullanılması sonucu krediler, amaç dışı kullanılmış olacak ve kaynakların etkin kullanımı amacından sapma gerçekleşecektir(Fry, 1997: 306-307).

Schmukler, finansal altyapıyı geliştirerek asimetric bilgi sorununu ortadan kaldıracak bir politika olarak finansal bütünleşmeyi önermektedir. Finansal altyapının geliştirilmesi, borç alan ve verenlerin daha şeffaf, rekabetçi ve etkin bir finansal sistemde faaliyette bulunması anlamı taşıyacak ve böyle bir ortamda asimetric bilgi sorunu en aza indirgenmiş olacaktır. Finansal bütünleşmenin yaratacağı rekabetçi ortamda kaynak etkinliğinin ortaya çıkması ve uluslararası finansal araçların faaliyette bulunmasıyla ulusal finans sektörünün sınırları genişleyecek ve uluslararası muhasebe standartlarına uyumla beraber şeffaflık konusunda da bir iyileşme sağlanacaktır. Yönetişim ve teknik kapasitelerdeki artış da finansal bütünleşmeyle birlikte piyasada görülen aksaklıkların azalmasına yardımcı olacak diğer faktörler olarak kabul edilmektedir(Schmukler, 2008: 57-58).

## **1.2.Finansal Gelişme ve Ekonomik Gelişmişlik İlişkisine Yönelik Teorik Açıklamalar**

Tarihsel süreç içerisinde finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme ilişkisi üzerine yapılan tartışmaların 19. yüzyıla uzanan bir geçmişi olduğu görülmektedir. Walter Bagehot (1873) ve Joseph A. Schumpeter(1912)'in bankacılık sektörünün ulusal gelir üzerindeki etkisini inceledikleri, Joan Robinson(1952) ise ekonomik büyümenin finansal hizmetlere yönelik bir talep yarattığı sonucuna ulaştığı çalışması bu konuda yapılan ilk çalışmalar olma niteliğine sahiptirler(Tsuru, 2000: 5). Schumpeter (1912), düzgün işleyen bir bankacılık sisteminin girişimcilere yenilikçi süreç ve ürün projelerini hayata geçirmeleri için kaynak sağlayarak teknolojik yeniliği teşvik edici niteliğine dikkat çeker. Tüm bu çalışmalara göre ekonomik gelişmişlik finansal düzenlemeler için talep yaratır ve finansal sistem bu taleplere cevap verir (Levine, 1996: 1).

Finansal gelişmişlik ve ekonomik gelişmişlik arasındaki ilişkiye yönelik açıklamalar yirminci yüzyılın başlarına kadar uzanmasına rağmen yapılan uygulamalı çalışmalar ancak 1980'li yıllardan sonra yoğunlaşmaya başlamıştır. Finans sektörünün ekonomik gelişmişlik için önemi konusunda ortaya atılan teorileri üç başlık altında toplamak mümkündür. Bu görüşlerden ilkinde finans sektörünün ekonomik büyüme için hayati bir faktör olduğuna vurgu yapılmaktadır. Schumpeter(1911), Goldsmith(1969), McKinnon(1973), Shaw(1973), Fry(1978, 1988), Bencivenga ve Smith(1991), King ve Levine(1993a, b) bu düşüncüyü savunan en önemli isimler arasında yer almaktadır(Xu, 2000: 331).

Kalkınma ekonomisi kapsamında finans sektörü ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye ışık tutan ilk açıklamalar ise Schumpeter(1911) tarafından yapılmıştır. Schumpeter finansal araçlar tarafından yerine getirilen tasarrufların mobilizasyonu, proje değerlendirilmesi, risk yönetimi ve işlem kolaylığı hizmetlerinin teknolojik yenilik ve ekonomik gelişme için zorunlu olduğunu vurgulamaktadır. 1960'lı yıllar öncesinde pek çok iktisatçı tarafından kabul gören finansal gelişmenin büyümeyi takip ettiği görüşü Robinson(1952) tarafından da benimsenmiş ve finansal gelişmişlik ekonomik gelişmişlik için önemli bir faktör olarak görülmüştür(King ve

Levine, 1993a: 717). Gerschenkron(1962) ise bankacılık sektörünün zayıflığının ekonomik geri kalmışlığı beraberinde getireceğini ve sanayileşmenin sağlanmasında sermaye ve girişimci gibi girdiler temin etmesi nedeniyle ekonomik gelişmişlik düzeyinin bankacılık sektörü tarafından belirleneceğine işaret etmektedir(Eschenbach, 2004: 2).

Schumpeter(1911), McKinnon(1973) ve Shaw(1973) finansal gelişmenin büyüme üzerindeki pozitif etkisine vurgu yapmakla birlikte bu etkileşimin nasıl ve hangi kanallar aracılığıyla olacağına açıklama getirmekte başarısız olmuştur. Bu iktisatçıların cevap aradığı finansal hizmetlerin büyümeyi nasıl etkilediği sorusu Levine tarafından finansal sektörün beş fonksiyonu dikkate alınarak cevaplanmıştır. Bu fonksiyonlar önceki başlıklarda açıklandığı üzere, finansal sistemin mal ve hizmet değişimini kolaylaştırması, tasarrufların mobilizasyonuna imkân tanınması, yöneticileri denetlemesi, kaynak tahsisi ve risk yönetimini kolaylaştırması gibi işlevlerdir(Levine, 1997: 691).

Literatürde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında bir nedensellik ilişkisinin olacağına yönelik açıklama ise Patrick tarafından yapılmıştır. Patrick, bu önemli çalışmasında finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi talep takipli ve arz öncüllü olmak üzere iki şekilde nedensellik yönü ekseninde açıklamaya çalışmıştır. Büyümenin finansal sistemde gelişmeye yol açacağını betimleyen talep takipli analizde, büyüme oranındaki artışın düşük düzeyde kalması, finansal hizmetlere yönelik talebin az oluşunun bir yansıması olarak görülmüş ve reel ekonominin gelişiminin yeni finansal hizmetlere olan talebi de beraberinde getireceği öngörülmüştür(Patrick, 1966: 174-175). Finansal gelişmenin ekonomik gelişmişliğe neden olacağını belirten arz öncüllü yaklaşımda ise kıt kaynakların tasarruf sahiplerinden yatırımcılara ulaşması ekonomik büyüme oranında artışa yol açacağı ve neticede finansal gelişmişliğin ekonomik büyümeye neden olan bir faktör olacağı belirtilmiştir(Patrick, 1966: 175-176). Buradan hareketle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kalkınmanın sağlanması için finansal kurumların inşası ve desteklenmesi, arz öncüllü yaklaşıma olan inancın bir yansıması olarak görülebilir(Jung, 1986: 333).

Patrick'e göre kalkınma sürecinde bu iki tür nedensellik, döngüsel bir seyir izleyebilir. Finansal gelişmişliğin beraberinde getirdiği yeni yatırım araçlarıyla reel büyüme sürecinin başlamasının ardından arz öncüllü etkinin önemi aşamalı olarak azalacak ve talep takipli finansal gelişme etkisi daha baskın olmaya başlayacaktır(Patrick, 1966: 177; Jung, 1986: 333-334).

Finansal gelişmenin büyüme için hayati bir önemi olduğunu belirten bu görüşlerin aksine bir grup iktisatçı ise finansal sektörün büyüme için nispeten önemsiz bir faktör olduğunu belirtmişlerdir. Literatürde ikinci bir görüş niteliğinde olan bu düşünceyi savunan isimler ise Robinson(1952), Lucas(1988) ve Stern(1989) olmuştur(Xu, 2000: 331). Lucas, ekonomik gelişmişlik için finansal konulara aşırı önem atfedildiğini ve finansal kurumların gelişmişliğin ekonomik gelişmişlik için kısıtlı bir faktör olduğunu belirtirken(Lucas, 1988: 6); Stern(1989) ise finansal gelişmenin yalnızca ekonomik büyümeyi takip ettiğini, büyüme oranlarının durağan olduğu bir ekonomide finansal gelişmenin de düşük seviyede kalacağını söylemiştir(Robinson, 1952: 86-87).

Finansal gelişmişlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye dair üçüncü görüş ise van Wijnbergen(1983), Taylor(1983), Buffie(1984) ve Kohsaka(1984) gibi iktisatçıların finans sektörünün büyüme üzerinde negatif etkisi olduğuna yönelik görüşleridir. Bu görüşte finansal gelişmenin yurtiçinde faaliyet gösteren firmalara sağlanan kredileri azaltarak büyümeyi engelleyeceği belirtilmektedir. Bankacılık sisteminin gelişmesiyle beraber hanehalkının elindeki fonları organize olmayan piyasalardan çekerek resmi bankacılık sistemine yönlendirmesi, daha üretken yapıdaki organize olmayan piyasalara talebi azaltarak yurtiçi kredi arzında daralmaya yol açacaktır. Kredi arzındaki bu daralma kredi çıkmazına yol açarak yatırım, üretim ve büyüme oranlarının düşmesine sebep olacaktır(Xu, 2000: 332).

Finansal sistemlerin ekonomik büyüme üzerinde yol açacağı etkiler piyasa tabanlı, banka tabanlı finansal yapı ve finansal hizmet görüşüne göre farklılık gösterebilir(Luintel vd., 2008: 183-184). Banka tabanlı sistemde, piyasa tabanlı finansal sistemlerin eksikliklerine dikkat çekilerek, bankaların finansal gelişme ve ekonomik büyüme hedeflerinin gerçekleştirilmesindeki pozitif rolü üzerinde

durulmaktadır. Bankaların gelişmekte olan ÷lkelerde kalkınmayı piyasadan daha iyi finanse edeceği ve özellikle bankaların devlet mülkiyetinde olduğu durumlarda düzenleyici kısıtlamalara tabi olmaması ve bilgi toplama ve değerlendirme aşamalarının etkin bir şekilde yapılması dolayısıyla piyasa başarısızlıklarının üstesinden gelineceği ve sermaye dağılımında etkinliğin sağlanacağı savunulmaktadır(Arestis vd., 2004: 3). Ayrıca bankaların bilgi toplama sürecinde ölçek ekonomilerin ortaya çıkışına zemin hazırlaması ve etkin bir denetim mekanizması ile ahlaki çöküntü sorununu ortadan kaldırması da ekonomik büyümeye destek veren diğer gelişmelerdir(Levine, 2002: 398-399).

Almanya ve Japonya gibi banka temelli finansal sistemlerde bankalar tasarrufların kullanımında, yatırım projelerine yönelik öngörülerde ve riskle mücadele araçlarının sağlanmasında öncü bir rol oynamaktadır. İngiltere ve ABD gibi piyasa tabanlı finansal sistemlerde ise menkul kıymet piyasaları tasarruf toplama, kontrol altında tutma, risk yönetimini kolaylaştırmada bankalarla birlikte merkezi bir konumu paylaşır(Demirguc-Kunt ve Levine, 1999: 2). Piyasa tabanlı finansal sistem, fonksiyonları iyi bir şekilde yerine getiren piyasaların avantajlarına vurgu yaparak banka temelli yapının karşılaşacağı sorunlardan bahsetmektedir. Büyük, likit ve iyi işleyen bir piyasanın, bankalarla ilgili gizli etkinsizlikleri ortadan kaldırarak ekonomik büyümeyi artıran, karı teşvik eden, yönetişimi sağlayan ve risk yönetimini iyi bir şekilde yerine getiren özelliklerinden bahsedilmektedir(Arestis vd., 2004: 3-4).

Banka temelli finansal sistemde finansal varlık ve borç toplamı banka mevduatı ve doğrudan kredilerden oluşmaktadır. Piyasa tabanlı finansal yapıda ise finansal piyasalarda ticareti yapılan menkul kıymetler baskın bir finansal varlık türü olmaktadır. Böylelikle banka temelli sistem firmalar için uzun dönemli bir finansal yapı sunarken piyasa temelli yapı daha değişken nitelikli olmakla birlikte fonları daha çabuk kanalize etme özelliklerine sahiptir(Vitols, 2001: 171).

Piyasa tabanlı görüş, piyasaların risk yönetiminin geliştirilmesi, bilgi yayılımı ve sermaye tahsisindeki pozitif rolü yanında bankalarla olan sorunlara da açıklama getirir. Özellikle güçlü bankalar, faaliyetlerine yönelik daha az düzenleyici

kısıtlamalar yardımıyla diğer kredi veren kurumlara karşı firma yöneticileriyle gizli anlaşmalar yapabilirler. Bu şekilde piyasanın bankaların yapısındaki bu etkinsizlikleri azaltarak ekonomik büyümeye destek vereceğine dikkat çekilmektedir(Levine, 2002: 399).

Kısaca özetlemek gerekirse, banka temelli finansal sistem, bankaların girişimcilere daha uzun vadeli kredi vermelerinden dolayı uzun dönem ekonomik büyüme oranını desteklemektedir. Aksine piyasa temelli finansal sistemde ise firmalar öncelikli olarak içinde buldukları zaman dilimindeki verimleriyle ilgilendiklerinden bu tür bir yapının kısa vadeli etkileri daha olasıdır. Belirtilen bu ters işlevlerine rağmen finansal araçlar ve finansal piyasaların finansal sistemin gelişiminde ortak bir role sahip olduğu hatırdan çıkarılmamalıdır(Ang ve McKibbin, 2005: 7).

Metron ve Bodie(1995) ve Levine(1997) tarafından türetilen finansal hizmet görüşünde ise banka tabanlı görüşe karşı piyasa tabanlı görüş tartışması minimize edilerek finansal düzenlemelerin piyasa başarısızlıklarını ortadan kaldırdığı ve finansal hizmetleri yerine getirdiği belirtilmektedir. Finansal düzenlemelerin, yeni yatırım fırsatlarının ortaya çıkmasına, tasarrufların mobilizasyonuna, risk yönetimine yardımcı olması yanında likiditeyi geliştirici etkileri de mevcuttur. Bu görüşe göre esas konu piyasa veya bankalar değil, finansal araçların ve finans piyasalarının hizmetleri iyi bir şekilde yerine getireceği ortamın sağlanmasıdır. Bu yönüyle finansal hizmetler görüşü hem banka tabanlı hem de piyasa tabanlı görüşle tamamen örtüşür niteliktedir(Levine, 2002: 400).

### **1.3. Finansal Gelişmişliğe Yer Veren Büyüme Modelleri**

Ekonomik büyümeyle ilgili yapılan çalışmalarda cevap aranan soruların ilki, ülkelerin neden farklı oranlarda büyüme performansı sergiledikleridir. Farklı ülkeler ve ülke grupları üzerinden konuyla ilgili yapılan ampirik çalışmalar bu farklılığın nedeni olarak faktör birikimi, kaynak donanımı, makroekonomik istikrarsızlık düzeyi, eğitim düzeyi, kurumsal gelişmişlik, hukuk sisteminin etkinliği, uluslararası

ticaret ile etnik ve dini farklılık şeklinde sıralanabilecek pek çok etmene işaret etmektedir(Khan ve Senhadji, 2009: 3).

1980’li yıllarla birlikte finansal piyasaların büyüme üzerindeki önemine daha fazla dikkat çekilmeye başlanmıştır. Gelişmiş ülkelerin daha etkin finansal yapılara sahip olması, finansal sektörü geliştirecek politikaların aynı zamanda ekonomik büyümeyi de artıracığı beklentisini doğurması nedeniyle pek çok ülkede finansal sistemin kalkınma için anahtar rolü olduğuna inanılmaktadır(Khan ve Senhadji, 2009: 3). Literatürde finansal gelişmişliğin büyüme modellerinde dikkate alınması neo-klasik büyüme modelleri ile başlamış ve ardından içsel büyüme modellerinde de finansal faktörlerin önemine dikkat çekilmiştir.

### **1.3.1. Neo-klasik Büyüme Yaklaşımı**

Neo-klasik büyüme modeline en büyük katkı Solow(1956) tarafından yapılmış olması nedeniyle bu model Solow modeli olarak da bilinmektedir. 1980’li yıllara dek büyüme literatürüne hâkim bir görüş olan neo-klasik büyüme modeli, Harrod-Domar büyüme modeli ve onun özellikle sabit sermaye-çıktı oranı varsayımına bir cevap niteliği taşımaktadır(Grossman ve Helpman, 1997: 22-23; Zhang, 2005: 76).

Neo-klasik büyüme fonksiyonu için kapalı bir ekonomide tasarruf artışı, nüfus artışı ve teknolojik ilerlemenin gerekliliği üzerinde duran Solow modelinin bazı temel varsayımları şunlardır(Snowdon ve Vane, 2005: 603):

- Tek sektörün olduğu ve yalnızca bir malın üretildiği ekonomide üretilen tüm mallar yatırım veya tüketim amaçlı kullanılmaktadır.
- Ekonomi, uluslararası işlemlerin olmadığı kapalı ekonomi durumundadır ve kamu sektörü göz ardı edilmiştir.
- Yapılan tasarrufların tümü yatırıma dönüşmektedir. Bu varsayım Solow modelinde ayrı bir yatırım fonksiyonunun olmadığı anlamını taşımaktadır. Böylelikle Keynesyen yaklaşımdaki dönem başı-dönem sonu yatırım-tasarruf eşitsizliği giderilmekte ve Solow modelinde yatırım-tasarruf eşitliği sağlanmaktadır.

- Tam fiyat esnekliği ve paranın yansızlığı geçerlidir ve ekonomide daima potansiyel çıktı düzeyinde üretim yapılmaktadır.
- Solow, Harrod-Domar'ın sabit sermaye-çıktı oranı ve sabit sermaye-emek oranı varsayımını reddeder.
- Teknolojik ilerleme, nüfus artışı ve sermaye stokunun aşınma payı dışsal olarak belirlenmektedir.

En basit biçimiyle Solow modeli, Eşitlik 1'de yer aldığı şekilde neo-klasik üretim fonksiyonu üzerine inşa edilmiştir.

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

Eşitlik 1'de Y, reel çıktı düzeyini, K sermaye girdisini, L emek girdisini ve A ise toplam faktör verimliliği olarak isimlendirilen teknolojiyi temsil etmektedir. Solow modelinin varsayımlarından biri olan teknolojinin dışsal bir değişken olarak kabulü, bütün ülkelerin aynı bilgi birikimini paylaştıkları ve aynı üretim fonksiyonuna eriştikleri anlamını taşımaktadır(Snowdon ve Vane, 2005: 603). Solow büyüme modelinde girdiler için azalan verimlerin olduğu öngörüsü kabul edilirken üretim fonksiyonu için ölçeğe göre sabit getirinin geçerli olduğu varsayılmaktadır(Van den Berg ve Lewer, 2007: 86).

Solow modeli, üretim faktörlerinden yalnızca sermaye faktörünün miktarının değiştiği ve emek miktarının ise sabit kaldığı varsayımından hareketle üretim fonksiyonu Eşitlik 2 biçimine dönüştürülebilir.

$$Y/L = F(K/L, 1) \quad (2)$$

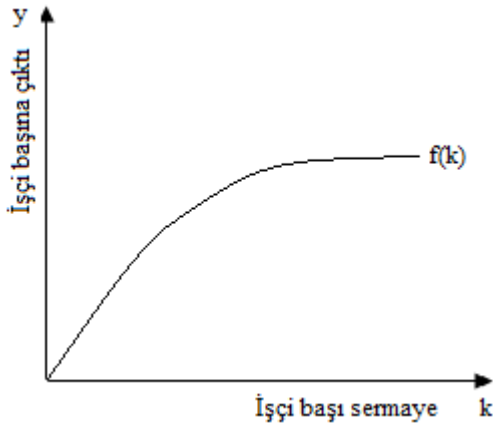
Y/L oranını y, K/L oranını ise k olarak tanımladığımızda F(k,1) terimini f(k) olarak yazmak mümkün olmaktadır.

$$y = f(k) \quad (3)$$

Eşitlik 3, işçi başına çıktının işçi başına sermayenin bir fonksiyonu olduğu anlamına gelir ve ekonomik büyüme, çıktı düzeyindeki artış değil, kişi başı çıktı miktarındaki yükseliş olarak tanımlanır. İşçi başı sermaye, işçi başı çıktının artan

içbükey bir fonksiyonudur. Diğer bir ifadeyle işçi başına düşen sermaye miktarı bir birim artırıldığında işçi başı çıktı, sermayenin marjinal ürünü kadar artacağından her işçi başı sermaye artışı işçi başına çıktıyı azalan oranda yükseltecektir(Ochoa, 1996: 9).

**Şekil-1: Neo-klasik Büyüme Modelinde Üretim Fonksiyonu**



Gelir olarak tanımlanan işçi başına çıktı ise tüketim ve tasarruf amaçlarıyla kullanılacaktır. Solow modelinde tasarrufların tamamının yatırıma dönüştüğü varsayıldığından bu öngörüler Eşitlik 4’de yer aldığı şekilde formüle edilebilecektir.

$$y = c + s$$

$$s = sy \tag{4}$$

$s = i$  ise  $i = sy$  olacaktır. Buradan hareketle  $i = sf(k)$  yazılabilir.

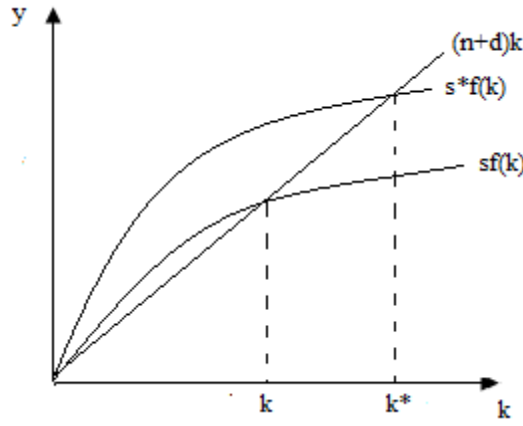
Bu eşitlikten işçi başı yatırımın işçi başı sermayenin bir fonksiyonu olduğu anlaşılmaktadır. İşçi başı sermaye miktarının büyüklüğü işçi başı yatırım ve işçi başı çıktı seviyesinin de o oranda büyük olacağı anlamına gelmektedir.

Nüfus artışı ve sermayedeki aşınmanın büyüme fonksiyonuna ilave edilmesi durumunda her iki faktörün de işçi başı sermaye düzeyini azaltan unsurlar olacağı açıktır. Nüfus artış oranı “n” ve aşınma “d” ile temsil edilecek olursa, işçi başı sermaye düzeyindeki değişimi veren temel Solow denkliği Eşitlik 5’te yer aldığı şekliyle yazılabilecektir.

$$\Delta k = sf(k) - (n + d)k \quad (5)$$

Uzun dönemde işçi başı sermaye miktarının sabit olduğu düzeyde durağan durum büyümesi gerçekleşecektir. İşçi başı sermaye miktarının sabit olduğu durağan durum dengesi diğer bir ifadeyle sermaye-emek oranında değişimin olmadığı bir durumdur(Duncan ve Michl, 1999: 141-142).

**Şekil-2: Tasarruf Hacmindeki Artış ve Büyüme Oranı ile İlişkisi**



Şekil 2'ye dayanarak tasarruf oranının  $s$ 'den  $s^*$ 'a arttığını varsayalım. Tasarruf oranındaki bu artış, her bir sermaye-emek oranı düzeyinde işçi başı tasarrufu artıracaktır. Böylece yeni durağan durum sermaye düzeyi artış gösterecektir. İşçi başı sermaye hacmindeki bu artış neticesinde ekonomide işçi başı çıktı düzeyi de yükselecektir. Sonuç olarak uzun dönemde tasarruf oranındaki artış büyüme oranı üzerinde etkisiz kalacaktır. Tasarruf oranlarındaki artışın büyüme oranı üzerindeki etkisi geçici olacak ve denge durağan durum dengesine doğru kayacaktır(D'Souza, 2008: 446-447).

Tüketim fonksiyonu bağlamında Solow modeli incelendiğinde  $y = f(k)$ 'nın işçi başı çıktıyı,  $i = sf(k)$ 'nin ise işçi başı yatırımı temsil etmesi halinde tüketim fonksiyonu:

$c = f(k) + sf(k)$  olarak yazılabilir. Elde edilen bu eşitlik işçi başı tüketim düzeyinin, işçi başı çıktı ve işçi başı yatırım arasındaki farka eşit olduğuna işaret etmektedir.

Tasarruf oranındaki artışın, durağan durum işçi başı tüketim hacmi üzerindeki etkisi dengeleyici niteliktedir. Yüksek sermaye yoğunluğundan kaynaklanan emek verimliliğindeki artış, işçi başı tüketimi artırırken yüksek tasarruf oranı ise işçi başı tüketimi azaltıcı etkilere yol açabilecektir. Solow modelinde işçi başı tüketim düzeyini maksimum yapan tek bir durağan durum bulunmaktadır. İşçi başı tüketim hacminin maksimum olduğu işçi başı sermaye miktarı 1961 yılında yaptığı çalışmasıyla Edmund S. Phelps tarafından “sermayenin altın kuralı” olarak tanımlanmıştır(Duncan ve Michl, 1999: 149).

Neo-klasik büyüme teorisinde finansal değişkenlerin gelir artışından ziyade yalnızca gelir düzeyini etkilediği öngörülmektedir. Neo-klasik büyüme teorisinde sermayenin azalan getirisi kişi başı gelir düzeyinin uzun dönemli artışının yatırım seviyesindeki artışla yükseltilemeyeceği anlamı taşımaktadır(Solow, 1988). Finansal kurumların oluşturduğu tasarruf oranındaki herhangi bir artış bu nedenle büyüme oranını etkilemeyecektir. İçsel büyüme modelinde ise bir firmanın yaptığı yatırımın başka bir firma için taşma etkisine sahip olduğu varsayılarak bu sorunun üstesinden gelinmiştir. Sonuç olarak verimlilik artışı ve artan yatırımlar neticesinde büyüme oranı da yükselecektir(Romer, 1986).

Özellikle Solow’un çalışmasını takiben büyüme denklemlerinde teknolojik ilerleme baskın bir bileşen olmasına rağmen teknolojik değişimin belirleyicilerine dair tatminkar bir açıklama getirilememiştir. Nüfus artışı ve teknolojik değişimin dışsal kabul edildiği neo-klasik büyüme modelinde devletin politika uygulamada fiili bir rolü yoktur(Shaw, 1992: 611). İçsel büyüme modelinin temel çıkarımı, hükümet tarafından doğrudan tasarruf ve yatırım oranını etkilemek amacıyla uygulanan finansal politikaların durağan durum ekonomik büyüme oranını etkileyebileceğidir.

### **1.3.2. İçsel Büyüme Yaklaşımı**

1980’li yılların sonunda ortaya çıkan içsel büyüme modelleri, uzun dönem ekonomik büyüme rakamlarını dış bir baskının sonucu değil, ekonomik yapının içsel bir çıktısı olarak kabul etmesi noktasında neo-klasik büyüme yaklaşımından ayrılmaktadır(Romer, 1994: 3).

Durağan durum büyüme oranının dışsal teknolojik ilerleme tarafından belirlenmesi nedeniyle neo-klasik büyüme literatürü finansal gelişme ve uzun dönemli ekonomik büyüme arasındaki etkileşime yönelik tatminkâr bir bilgi sunmakta başarısız olmuştur. Bu bağlamda neo-klasik büyüme modeli üzerine inşa edilen McKinnon-Shaw modelinin gelişmiş bir finansal yapıyı gerekli kılması, finansal sistem ve ekonomik büyüme arasında ilişki kuran bir büyüme modeline gereksinimi ortaya çıkarmıştır(Andersen ve Tarp, 2003: 192). Bu eksikliğin giderilmesine katkıda bulunan ve neo-klasik büyüme teorisine bir tepki olarak ortaya çıkan içsel büyüme modellerinin anahatları, Boyd ve Prescott(1986), Diamond(1984), Diamond ve Dybvig(1983, 1986), Romer(1986, 1994) ve Lucas(1988) tarafından oluşturulmuştur(Artan, 2007: 74; Fry, 1995: 61).

Daha karmaşık olan ikinci nesil finansal büyüme modelleri, içsel büyüme modelleri ve içsel finansal kurumların dahil edilmesiyle ortaya çıkmıştır. İkinci nesil büyüme modelleri arasında Bencivenga ve Smith(1993), Greenwood ve Jovanovic(1990), King ve Levine(1993a, 1993b), Levine(1990), Pagano(1993), Roubini ve Salai-Martin(1992), Saint-Paul(1992) sayılabilir(Fry, 1995: 61).

Bu çalışmalarda temel olarak finansal sistem ve büyüme arasındaki pozitif bağlantının altı çizilmiştir. İçsel büyüme modelinin temel özelliklerinden ilki, sermaye stokunun azalan verimlere tabi olmaması ve bu nedenle de büyümenin yatırım oranının artan bir fonksiyonu olması iken ikinci özelliği ise sermaye kavramını beşeri sermaye veya bilgi düzeyini kapsayacak şekilde genişletmesidir(Romer, 1994).

Levine, beşeri sermaye birikiminin diğer bireylerle olan iletişimle, bireyin yatırım yaptığı kaynak miktarıyla ve başkaları tarafından yatırım amacıyla ayrılan fiziki kaynak miktarıyla pozitif ilişkili olduğunu belirtir. Diğer bireylerle olan iletişim, yeniliklerin ortaya konması, olmayan bir ürünün icadı veya yeteneklerin geliştirilmesini sağlayan önemli bir araçtır. Bireyin yatırıma ayırdığı kaynak miktarının artışı kadar başkalarının yatırıma ayırdığı kaynak miktarındaki artış da yaratacağı dışsallık etkileri sonucu bireysel beşeri sermaye düzeyine katkı sağlayan unsurlardır(Levine, 1990: 9-10).

Bir ekonominin üretim fonksiyonunda yer alan  $y_t$  parametresinin kişi başı çıktığı,  $k_t$ 'nin kişi başı sermaye miktarını,  $A$ 'nın ise teknoloji seviyesini temsil ettiği varsayıldığında toplam üretim fonksiyonu Eşitlik 6'da verildiği gibi yazılabilir(Fry, 1995: 69).

$$y_t = Ak_t \quad (6)$$

Eşitlik 6'dan hareketle kapalı bir ekonomide durağan durum dengesi  $\gamma$ ,  $s$  tasarruf oranını ve  $\delta$  ise sermayenin yıpranmasını ifade ettiğinde Eşitlik 7 oluşturulabilir:

$$\gamma = sA - \delta \quad (7)$$

Bu eşitliğe göre yatırım-tasarruf oranındaki bir artışın ekonomik büyümeyi beraberinde getireceği açıkça anlaşılmaktadır. Ancak bu açıklamalarda finansal aracılık maliyetinin analiz dışı bırakılması dikkat çekmektedir. Bu eksiklik ise Pagano(1993) tarafından içsel büyüme modeline finansal gelişmişliğin ilave edilmesiyle ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır.

Pagano, finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini formül üzerinden gösterebilmek için toplam çıktı düzeyinin sermaye stokunun doğrusal bir fonksiyonu olduğu en basit içsel büyüme modeli olan AK modelini baz almıştır(Pagano, 1993: 614).

$$Y_t = Ak_t \quad (8)$$

Yukarıda yer alan Eşitlik 8, içsel büyüme modelinin teorik çerçevesini oluşturan iki çalışmadan biri olan Romer(1989)'in üretim fonksiyonunun indirgenmiş halidir. Romer(1989), sabit getirili bir teknolojiyle üretimde bulunan firmaların verimliliğini, toplam sermaye stokunun artan bir fonksiyonu olarak kabul etmiştir. İkinci önemli çalışma olan Lucas(1988) ise sermaye stokunun fiziki ve beşeri olmak üzere mevcut teknoloji ile yeniden üretilen sermaye olduğunu öngörmüştür.

Açıklamalarda kolaylık sağlaması açısından nüfus artışının durağan olduğunu ve ekonomide tüketim veya yatırım amacıyla kullanılacak tek bir malın üretildiğini varsayalım.  $\delta$ , yatırımın aşınma payını temsil ederse toplam tasarruf Eşitlik 9'da olduğu gibi ifade edilebilir:

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \quad (9)$$

Hükümetin olmadığı kapalı bir ekonomide sermaye piyasasında denge sağlanabilmesi için tasarrufların( $S_t$ ) yatırıma( $I_t$ ) eşitlenmesi gerekmektedir. Bu noktadan hareketle, tasarrufların  $(1 - \delta)$  kadarlık kısmı finansal aracılık sürecinde kaybolacaktır.

$$\delta S_t = I_t \quad (10)$$

$(t + 1)$  dönemine ait yıllık büyüme oranı ( $g$ ):

$$g_{t+1} = \frac{Y_{t+1}}{Y_t} - 1 = \frac{K_{t+1}}{K_t} - 1 \text{ olacaktır.} \quad (11)$$

Tasarruf oranı  $\left(\frac{S}{Y}\right) = s$  olarak tanımlandığında durağan durum büyüme oranı, Eşitlik 12 olarak yazılabilir.

$$g = A \frac{I}{Y} - \delta = A\delta - \delta \quad (12)$$

Bu eşitlik finansal gelişmişliğin üç değişken aracılığıyla büyümeye destek vereceğini belirtmektedir. Bunlar, yatırıma aktarılan tasarruf oranındaki yükseliş( $\delta$ ), sermayenin sosyal marjinal verimliliğindeki artış( $A$ ) ve özel tasarruf oranındaki( $s$ ) genişlemedir(Pagano, 1993: 614-615).

Bu üç değişken aracılığıyla büyüme oranında artış sağlanabilmesi, içsel büyüme teorisinin ulaştığı en önemli yargıdır. İlk olarak tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi sürecinde bu katsayının değerinin yüksek olması, finansal piyasaların etkinliği hakkında bilgi vermektedir(Murinde, 1996: 96). Greenwood ve Jovanovic'e göre finansal piyasaların büyümeyi etkileyecek en önemli kanalları, yatırım projelerinin verimliliği hakkında bilgi toplayarak ve değerlendirme yaparak

yatırımcıların farklı projeler arasında en uygun olanını tercih etmelerini sağlaması ve riski çeşitlendirmesidir(Greenwood ve Jovanovic, 1990: 1078). Yatırımlar için elde tutulan fazla miktardaki likit sermayeyi azaltması da risk sevmeyen yatırımcılar için finansal sistemin bir diğer avantajıdır(Bencivenga ve Smith, 1991: 195-196). Bankalar ayrıca likidite sağlama fonksiyonu yanında likidite yaratmakla da finansal sistemin önemli bir işlevini yerine getirirler(Diamond ve Dybvig, 1986).

Levine ise finansal sistemin ekonomik büyümeyi etkileme aracı olarak sermaye birikimi ve teknolojik ilerlemeyi göstermektedir. Finansal sistem tasarruf oranını değiştirerek ya da farklı sermaye üretim teknolojileri arasında tasarrufun yeniden tahsisini yaparak sermaye birikimini değiştirecektir. Teknolojik ilerleme ise yeni ürün ve üretim süreçlerinin icadı üzerinde durmakta ve finansal sistemin yerine getirdiği işlevler teknolojik yenilik oranını değiştirerek durağan durum büyümesinde etki yaratabilmektedir(Levine, 1997: 6-7).

King ve Levine ise finansal sistemin özellikle yenilikler üzerindeki rolüne vurgu yaparak tasarrufların en üretken alanlara kanalize edilmesi ve risk dağıtma fonksiyonu ile teknolojik ilerlemeyi ve yeniliklerin ortaya çıkışını beraberinde getireceğine dikkat çekmektedirler(King ve Levine, 1993b: 515).

Tüm bu açıklamalar ışığında gelişmiş likidite riski yönetimi aracılığıyla daha üretken yatırımların seçimi, yatırımcıların daha etkin biçimde portföylerini çeşitlendirmeleri ve çeşitli yatırım projelerinin etkinliği hakkında bilgi sağlanması da gelişmiş finans sisteminin göstergeleri arasında sayılabilir(Berthelemy ve Varoudakis, 1996: 300). Özetlemek gerekirse, gelişmiş bir finansal yapının sermaye dağılımında etkinlik sonucu yatırım verimliliğini artırarak, tasarruf yapısını değiştirerek ve tasarrufların yatırıma aktarılmasını sağlayarak ekonomik büyümeye yardımcı olacağı içsel büyüme modelinin temel çıkarımlarıdır.

#### **1.4. Liberalizasyon Öncesi Finansal Piyasaların Yapısı ve Finansal Baskı Politikası**

Keynes(1936) ve Tobin(1965)'nin teorik altyapısını inşa ettiği finansal baskı olgusu, 1970'li yıllarda pek çok hükümet tarafından düşük faiz oranları ve enflasyonist parasal politikalarla gelir elde etme ve yüksek büyüme oranının yakalanması amacıyla ilgi odağı olan bir politikadır(Eschenbach, 2004: 1).

1970'li yıllara dek gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal politikaların Keynesyen ve yapısalcı görüşlerin etkisi altında kalması nedeniyle düşük faiz ve tercihli kredi gibi uygulamaların, ekonomide toplam yatırım hacmi ile büyüme oranını artıracığı düşünülmektedir. Keynesyen ekonomistler ayrıca, yatırım ve ekonomik büyümeyi artıracak bir değişken olan efektif talep için yüksek düzeyde kamu harcamalarının gerekliliğine dikkat çekmekte(Auerbach ve Siddiki, 2004: 247) ve finansal koşulların gelir düzeyi üzerindeki etkisinin negatif hatta en iyi ihtimalle nötr olacağını varsaymaktaydılar. Keynes(1936), likidite tercihinin faiz oranlarını tam istihdam denge düzeyinin üstüne çıkaracağını ve gelir seviyesinin yatırım-tasarruf eşitliğini sağlayana dek düşüş sergileyeceğini belirtmiştir. Keynes bu noktada reel faiz oranlarının düşürülebilmesi için uygulanabilecek en iyi politikanın finansal baskı olacağından bahsetmektedir(Fry, 1989: 13).

Tobin(1965) ise hanehalkının elindeki portföyü büyük oranda para ve fiziki sermaye biçiminde tutmasının ekonomide sermaye-emek oranını düşüreceği ve ekonomi tam istihdam düzeyinde olsa bile kişi başı geliri azaltacağını belirtmektedir. Finansal baskı uygulaması ile para tercihinin fiziki sermaye lehine azalması, sermaye-emek oranında yükselmeye yol açacak ve böylelikle ekonomik büyüme oranı desteklenmiş olacaktır. Tobin modelinde ayrıca yüksek enflasyon oranlarının para talebi üzerindeki azaltıcı etkisi dolayısıyla ekonomik büyüme ve enflasyon oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki öngörülmektedir(Fry, 1989: 13).

McKinnon tarafından finansal baskı olarak isimlendirilen bu uygulamalar, düşük faiz oranları, banka kredilerinin belirli bazı sektörlere verilmesi, kamu açıklarının mevduat bankalarının kısıtlı kredi kaynaklarından sağlanarak kredilerin

etkinsiz biçimde dağıtılması, ekonominin diğer finansman ihtiyaçlarının ise tefeci, faizci ve kooperatifler gibi zayıf kaynaklardan sağlandığı bir politika türüdür (McKinnon, 1973: 68-69). Bu politikayla fiyatların piyasa tarafından belirlenmesine mani olacak uygulamalar “faiz kontrolleri ve sermaye hareketleri kısıtlamaları” şeklinde yurtiçi ve yurtdışına yönelik olmak üzere iki farklı alanda hayata geçirilmektedir(Williamson ve Mahar, 2002: 7). Buna göre bir ekonomide devletin finansal kurumlardan bazılarının yapacağı işlemler için düzenlemeler yapıyor olması, bazı bankaların mülkiyetine sahip olması ve uluslararası sermaye giriş-çıkışlarına kısıtlamalar getirmesi gibi uygulamalardan söz edilebiliyorsa, bu ülkede baskıcı politikaların uygulandığı söylenebilir(Williamson ve Mahar, 2002: 15).

#### **1.4.1. Finansal Baskının Bir Politika Aracı Olarak Kullanılması**

Düşük düzeyde tutulan faiz oranlarının yatırım ve tasarrufları caydırması ve finansal aracılık işlemlerinin çarpıklığının bu duruma eşlik etmesi olarak tanımlanan finansal baskı terimi, çoğunlukla politikanın kendisinden ziyade politikanın yansımalarını tanımlamakta kullanılmaktadır. Ulusal finans piyasalarında fiyat ve miktar kısıtlamalarını içeren pek çok sayıda farklı politika biçiminde uygulanan finansal baskı, uluslararası sermaye hareketlerine yönelik benzer sınırlamaların eşlik etmesini de gerekli kılmaktadır(Giovannini ve de Melo, 1993: 954).

Finansal baskı, politik ve ekonomik nedenleri mevcut olan bir uygulamadır. Keynesyen teoride baskıcı politikaların bir uygulaması olan düşük faiz politikası, yatırımları artıran bir unsur olarak görülmüş ve pek çok gelişmekte olan ülkeye sermaye birikimini artırmak için düşük faiz oranı politikası öneri olarak sunulmuştur(Kar ve Taş, 2004: 162). Finansal baskı politikası, kısa vadeli sermaye akımlarının aşırı dalgalanması sonucu ortaya çıkan ödemeler dengesi krizi veya istikrarsız döviz kurlarıyla mücadeleya yardımcı olmanın yanında, yurtiçi yatırımların finansmanında kullanılacak tasarrufları artırma, üretim faktörlerinin yabancıların sahipliğinde bulunmasına kısıtlama getirme ve otoriteye gelir ve servet üzerinden vergi alma yetkisi verme gibi bir dizi amaca da hizmet etmektedir(Mathieson ve Rojas-suarez, 1994: 331-333).

Finansal liberalleşme açıklamalarıyla tanımlanma imkanı bulan finansal baskı terimi, en açık ifadeyle McKinnon tarafından ifade edilmiştir. Hükümet vergileri ve benzeri uygulamaların, ulusal finans piyasasında çarpıklığa yol açtığı ekonomiler finansal açıdan baskı altında olarak tanımlanırlar. Bu vergiler ve çarpıklığa yol açan uygulamalar ise faiz kontrolleri ve doğrudan kredi tahsisi biçiminde hayata geçirilmektedir(McKinnon, 1989: 29).

Daha geniş bir anlatımla finansal baskı, büyük bankaların kamu sahipliğinde olması, bankacılık sistemine girişe ilişkin kısıtlamaların varlığı, yüksek karşılık oranları, banka mevduat ve kredi faiz oranları üzerine konan yasal tavanlar, kredilere ilişkin miktar kısıtlamaları ve yabancılarla yapılacak olan finansal işlemlere sınırlama getirilmesi gibi farklı çeşitlerde uygulanabilmektedir(Graham, 1996: 3). Roubini ve Salai-Martin, 1970'li yıllar ve öncesinde tercih edilen finansal baskı uygulamalarının gerekçelerini ise şu şekilde sıralamaktadırlar(Roubini ve Salai-Martin, 1991: 10-11):

- Hükümetler, faiz oranlarının aşırı yükselişini engellemek amacıyla faiz oranlarının piyasa tarafından serbestçe belirlenmesine müdahalede bulunmuş olabilirler.
- Bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve katı kontroller, para otoritelerine para arzı üzerinde daha iyi kontrol yapabilme imkanı tanıyacaktır.
- Hükümetlerin optimal kaynak dağılımı veya sosyal açıdan ne tür yatırımların daha çok arzu edildiği konularında piyasalar veya özel bankalardan daha üstün bilgiye sahip olması, devletin piyasalara müdahalesinin bir diğer gerekçesini oluşturmaktadır.
- Hükümetlerin finansal baskı politikaları sonucu piyasada oluşacak düzeyinin altında belirlenen faiz oranlarının borç servis maliyetini azaltacağına yönelik inanış.

McKinnon (1973), Shaw (1973) ve Fry (1988), finansal baskı uygulamalarının sıralanan bu olumlu gelişmelerden ziyade daha çok olumsuz sonuçları beraberinde getireceğini belirtmişler ve özellikle uluslararası mal ticareti ve yurtiçindeki finansal araçlara yönelik kontroller neticesinde zuhur eden etkinsizliğe

dikkat çekerek bu etkinsizliğe çözüm olacak net bir politika reçetesi sunmuşlardır. Bu reçetede temel olarak, ulusal finans piyasalarındaki fiyat ve miktar tayinlemesinin önüne geçilmesi ile eşzamanlı olarak uluslararası mal ticareti üzerindeki engellerin kaldırılması öngörülmüştür(Giovannini ve de Melo, 1993: 953). Finansal baskı uygulamalarının ekonomide yol açacağı diğer bazı olumsuzluklar ise bir sonraki başlık altında irdelenecektir.

### **1.2.2. Finansal Baskı Politikasının Olumsuz Etkileri**

Hükümetlerin vergi ve diğer benzeri uygulamalarla yurtiçi finans piyasalarını yanlış yönlendirdiği ve kronik enflasyon sorunu olan baskı altındaki ekonomilerde, faiz oranları üzerine konan kısıtlamalar, bankalar için yüksek zorunlu karşılıklar ve tercihli kredi dağılımı uygulamaları, ulusal bankacılık sisteminde fon buldurmanın cazibesini azaltmak için tercih edilmektedir. Bu şekilde enflasyonun yüksek ve istikrarsız olduğu baskı altındaki bir finansal sistemde, parasal varlıklara ilişkin mevduat faiz oranlarının genellikle negatif değer almasından dolayı gelecek döneme ait faiz oranlarını öngörmek oldukça güçtür(McKinnon, 1989: 29).

McKinnon(1973) ve Shaw(1973), parasal sistemin baskı altında tutulmasının yol açacağı bazı olumsuzlukları şu şekilde sıralamaktadırlar(McKinnon, 1989: 29-30):

- Organize olmuş bankacılık sistemi aracılığıyla borç verilebilir fon akımı azalmaktadır ve potansiyel yatırımcıları daha çok iç finansmanı kullanmaya zorlamaktadır.
- Bankalar, kredi faiz oranlarını keyfi olarak belirledikleri için faiz oranları bir gruptan başka bir gruba değişim gösterebilir.
- Hanehalkı ve girişimlerin finansman süreci olumsuz etkilenmektedir. Eğer mevduat getirisi negatif ise firmalar farklı yatırımlar için kolaylıkla likit varlık biriktiremez ve iç finansmanda enflasyona karşı korumalı menkul değerler daha cazip bir hal alır.
- Baskı altındaki bankacılık sisteminde finansal derinleşme gerçekleşmez.

Hükümetlerin faiz oranlarını piyasada oluşacağı düzeyin altında sabitlemesine ek olarak kredi dağılımının piyasa dışı mekanizmalar tarafından yapılması ise ekonomide dört temel etki yaratacaktır. Bunlar(Caprio ve Hanson, 1999: 9):

- Fon arz edenlere ödenecek olan düşük faiz, ekonomide borç verilebilir fon miktarını azaltacaktır.
- Azalan borç verilebilir fon miktarı kredi hacmini daraltacaktır.
- Kredi kullanım etkinliği düşük seviyede gerçekleşecektir.
- Yönetilen kredi tutarı için bir sübvansiyon meydana getirecektir.

Andersen ve Tarp(2003) ise negatif veya düşük düzeyde tutulan faiz oranlarının ekonomi üzerinde yol açacağı iki negatif etkiden bahsetmektedir. Bunlardan ilki, düşük düzeydeki faiz oranlarının tasarrufları ve finansal sistemde ödünç verilebilir fon miktarını düşürmesi iken ikinci olumsuz etkisi ise sermayenin marjinal verimliliği üzerine olmaktadır. Bankaların marjinal verimlilik düzeyinin düşük olduğu durumlarda kredi tahsisi için kendi takdirlerini kullanmaları yatırıma aktarılacak kaynakların etkin olmaktan uzak bir şekilde dağılmasına yol açacaktır. Benzer doğrultuda Mavrotas de mevduat faiz oranlarının düşük düzeyde tutulmasının, fiziksel varlık biçimindeki verimli yatırımları cazibesiz hale getireceğinden ve bireylerin parasal varlık biçiminde tasarruf yapma eğilimlerini zayıflatacağından bahsetmektedir. Bu koşullar altında bireyler yatırım yapma yerine tüketimi tercih edecek ve verimli projelerde değerlendirilebilecek fonlar, piyasa sisteminde kullanılmayacağından etkinsiz bir kaynak dağılımı gerçekleşecektir(Mavrotas, 2005: 31).

McKinnon(1973) ayrıca vergi veya benzeri uygulamaların yurtiçi sermaye piyasasının işlerliğine engel olduğu baskı altındaki ekonomilerde enflasyonun da bir sorun olarak kendini göstereceğinden bahsetmektedir. Faiz oranlarının yüksek düzeyde seyretmesi için yapılan kısıtlamalar, bankacılık sisteminde kaynak tutmanın cazibesini azaltmak için enflasyon ile sürekli olarak etkileşim halinde olacaktır. Enflasyon sonucu fiyatlar genel düzeyinin yükseldiği bir ekonomide finansal baskı

uygulamasıyla nominal faiz oranları üzerine konan tavanlar, reel faiz oranlarının düşmesine hatta negatif değer almasına yol açacaktır(McKinnon, 1993: 11). Bu şekilde düşük düzeydeki reel faiz oranları ise kamu borç stokunun reel değerinde azalışa sebep olacak ve finansal enstrümanların çeşitlenmesi önünde bir engel oluşturacaktır. Finansal baskı politikasının bir diğer uygulama türü olan yüksek zorunlu karşılık oranlarını artırması ise bankalarda tutulması gereken para miktarında yükselişe yol açan sonuçları beraberinde getirecektir(Aktan vd., 1998).

Baskı altındaki bir finansal sistemin reel sermaye birikiminin nitelik ve niceliğinde yaratacağı olumsuz sonuçlar aynı zamanda yurtiçi sermaye piyasası için de bazı tehditler oluşturmaktadır(McKinnon 1991: 11). Sermaye hareketliliğine engel olacak her tür finansal baskı uygulamasının ekonomide yaratacağı dezavantajlar şunlardır(Swaan, 1999: 166-167):

- Sermayenin serbest dolaşımı sonucu ülkeye girecek kaynaklardan ve etkin kaynak dağılımı sonucu yüksek büyüme rakamlarına erişim imkanlarından mahrum kalınacaktır.
- Sermaye hareketliliği üzerindeki kontroller, ülkeye girecek olan sermaye akımlarını caydırması yanında gelecek yıllara ilişkin ülkenin risk primini yükseltecektir.
- Bu kısıtlamaların uygulanması büyük çaplı ve maliyetli bir süreç gerektirir(bürokrasi) ve ekonomide çarpıklığa yol açar.
- Bu kısıtlamalar ayrıca makroekonomik politikalarda gerekli düzenlemelerin, finansal sektördeki denetleme ve kontrol sistemlerinin hayata geçirilmesinde gecikmelere yol açacaktır.

Finansal baskıyı tahvil faiz geliri üzerinden alınan bir vergi olarak tanımlayan Sussman(1991) ise kısa dönemde finansal baskının sermaye birikim oranında ve enflasyon oranında bir azalışa neden olduğunu, fakat uzun dönemde sermaye birikimi üzerine etkisinin kesinlikle negatif iken enflasyon üzerindeki etkisinin ise kısa dönemin aksine belirsiz olduğunu belirtmiştir(Gupta ve Lensink, 1996: 146).

### 1.4.3. Finansal Baskı Politikasının Rasyonalitesi

Gelişmekte olan ülkelerin ortak özelliklerinden biri olan ve finansal piyasaların gelişimini sınırlandırmak için fiyat ve kontrol uygulamalarının genel bir tanımını veren finansal baskı uygulaması, hükümetler tarafından kaynak dağılımında kontrolün sağlanması ve kamu sektör açıklarının düşük maliyetle finanse edilmesi amacıyla uygulanan bir politikadır(Collier ve Mayer, 1989: 6). Pek çok gelişmekte olan ülkede hükümetlerin dönemler arası bütçe harcamalarını vergi gelirleriyle karşılayamaması durumunda enflasyon ve zorunlu karşılık oranı ile elde edilecek gelir düzeyinin yükseltilmesi ve harcamalar için kaynak bulunması amaçlanmaktadır (Brock, 1989: 114). Hükümetlerin bu nedenle enflasyon sorunu yaşayan bir ekonomide ek bir gelir kaynağı olduğu için finansal baskı uygulaması ile faiz oranını düşürme politikasını tercih ettikleri görülmektedir(Giovannini ve de Melo, 1993: 954-955; Fry, 1997: 754).

Keynes'in likidite tercih teorisi ile Tobin'in parasal büyüme modellerinde rasyonel bir politika önerisi olan faiz oranı tavanları aynı zamanda sabit bir girdi-çıkıtı katsayısı üzerine inşa edilen dengeli kalkınma modellerinde de makul görülmektedir. Pek çok gelişmekte olan ülkede planlı sektörel yatırım programlarının bu sabit girdi-çıkıtı oranı üzerine kurgulandığı hatırlandığında, karlılığı düşük projelere fiyat dışı kriterlere göre verilen kredilerin özel sektörün desteklenmesi gerekçesiyle uygulanacağı açıktır(Fry, 1995: 18). Tobin(1965), parasal büyüme modelinde sermayenin paraya göre nisbi getirisinin yükseldiği bir durumda hanehalkının portföyünü paradan sermayeye doğru kaydıracağını ve sermaye-emek oranının yükselmesiyle ekonomik büyüme oranında artış gözleneceğini belirtmiştir. Bu tür baskıcı uygulamaların devlete sağlayacağı bazı fırsatlar ise üç başlık altında toplanabilir(Denizer vd., 1988: 3):

- Ticari bankalara yönelik uygulanan yüksek zorunlu likidite ve karşılık oranları, kamu kesimi için yapay bir talep oluşturacaktır.
- Aşırı kredi talebi nedeniyle hükümet, rakip kredi kullanıcıları arasında kredi tayinlaması yapma imkanı yakalayacaktır.

- Düşük faiz oranlarının tasarrufları caydırması nedeniyle tasarrufçular, bankacılık sektöründen vazgeçerek, varlıklarını yabancı piyasalarda tutmaya başlayacaklardır.

Finansal baskıyı savunan hükümetler için finansal sektör, senyoraj ve enflasyon vergisi aracılığıyla hükümet gelirlerini artıran kolay bir parasal kaynaktır(Auerbach ve Siddiki, 2004: 247). Özellikle yurtiçi enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde bu politikaların daha geniş bir uygulama alanı olduğu dikkat çekmektedir. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde paranın değer yitirme oranı da daha yüksektir. Yurtiçi borçlanma maliyeti, nominal faiz oranları devlet tarafından sabitlendiği için ulusal paranın değer yitirme oranından etkilenecek ve devlet, finansal baskı sonucu daha fazla gelir elde etme imkanı yakalayacaktır(Giovannini ve de Melo, 1993: 955). Finansal baskının hükümetler tarafından bir gelir kaynağı olarak görülmesinin nedenleri ise şu şekilde sıralanabilir(Giovannini ve deMelo, 1993: 954-955):

- Finansal baskı politikaları, vergilendirmenin farklı bir türü olarak vergi toplamanın daha maliyetli oluşu dolayısıyla tercih edilen bir politika türüdür.
- Finansal baskı, hükümetler tarafından gelir dağılımını sağlamakta kullanılan bir araç niteliği taşımaktadır. Örneğin, sermayeden elde edilen getirinin vergilenmesi sermayedardan ücretliye doğru gelir transferine yol açacaktır.
- Finansal baskı, şeffaf bir vergilendirme sistemi olmadığı için hükümetler tarafından destek bulan bir politikadır.

Finansal baskının kamu bütçesi üzerindeki etkisi ise bu uygulamanın hükümetlerin optimizasyon davranışının bir sonucu olup olmadığı noktasından hareketle analiz edilebilecektir. Finansal baskı, yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında finansal varlık ediniminin yasaklanması, finansal araçların portföylerinde zorunlu devlet tahvili kotası gibi mecburiyetleri de içeren ve asıl olarak finansal piyasaları baz olan bir dizi miktar kısıtlaması şeklinde hayata geçirilmektedir. Ancak bu miktar

kısıtlamaları etkin bir biçimde uygulanmadığı için doğrudan devletin bir kazanımı olmayan monopol getirisini artıracak ve böylece miktar kısıtlamasına eşdeğer bir fiyat kısıtlamasının olduğu koşullar pek çok gelişmekte olan ülkede tercih edilen bir uygulama olma niteliğini kaybedecektir(Giovannini ve Melo, 1993: 954).

## II. BÖLÜM

### **FİNANSAL LİBERALİZASYON HİPOTEZİ: McKINNON-SHAW YAKLAŞIMI ve BU YAKLAŞIMA KARŞIT GÖRÜŞLER**

1970’li yılların sonrasında gelişmiş ülkelerin ekonomi politikalarında olduğu kadar gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik ve kalkınma stratejilerinde de önemli değişimler olmuştur. Geçen bu süreç dahilinde devletin azalan rolüne, özel girişim ve piyasa güçlerinin önemine, dışa açılım ve dünya ekonomisine entegrasyona daha fazla vurgu yapılmıştır. Ancak bu tür uygulamaların hayata geçirilmesi, istikrarlı bir makro ekonomik yapı yanında ivme kazanmış bir büyüme rakamı ile genellikle yükselen bir hayat standardını da gerekli kılmaktadır. Bu nedenden ötürü hükümet müdahaleleri sonucu oluşan fiyat çarpıklığı ve dış dünyaya açılmadaki direnç, yüksek büyüme rakamlarına ulaşamamasının, eşitsiz gelir dağılımının ve yoksulluğun sorumlusu olarak görülmüştür(UNCTAD, 1997: 65).

1970’li yıllar, döviz kuru, sermaye hareketleri ve diğer kısıtlayıcı düzenlemelerin liberalleştirildiği ve bu dalga kapsamında ulusal ve sınır ötesi finansal kontrollerin aşamalı olarak kaldırıldığı bir dönem olmuştur. Yükselen ekonomi olarak düşünülen bazı gelişmekte olan ülkeler, kalkınmış ülkeler tarafından finansal yatırımların alıcısı konumunda görülmüş ve ekonomik yazında neo-klasik düşünceyle beraber sermaye hesabı liberalizasyonunun ticari liberalleşmenin tamamlayıcı bir ögesi olduğu ilkesi kabul görmüştür(Priewe, 2008: 26-27).

1980 yılı öncesi uluslararası para piyasaları ve finansal sistem, ani değişim ve şokların hakim olduğu düzensiz bir yapıya sahipti. Böylesi bir ekonomik ortamı hazırlayan nedenler arasında öncelikle 1970’ler öncesi aşamalı bir dağılıma yaşayan ve sonuçta çöken Bretton Woods sistemi sayılabilir. Çöküşün ardından dalgalı kura geçiş yapılarına dek ve piyasaların yeni kurallarını saptaması ve öğrenmesine kadar geçen süreçte, para piyasasında kargaşa ve döviz kurunda dengesizlik ortamı ekonomiye hakim olmuştur. İkinci olarak 1970’li yıllarda petrol fiyatlarının yükselişinin ardından ortaya çıkan enflasyonist ortam, uluslararası para ve finansal sistem için istikrarı bozan etkiler yaratmıştır. Döviz piyasasının fiyat istikrarsızlığı

koşullarında faaliyet göstermesi yanında enflasyon oranlarının ülkeler arasındaki önemli farklılıkları, büyük ülkelerin nisbi fiyat düzeylerinin şiddetli bir değişim geçirmesine yol açmıştır. Petrol fiyatlarındaki artış ve ticaret hadlerindeki değişim sonucu oluşan ticari dengesizlikler, uluslararası likidite ve cari işlemler açığının finansmanında önemli problemlerin baş göstermesine neden olmuştur. Son olarak ise büyük ülkelerin anahtar finansal fiyatlarında dalgalanmalara yol açan karma politikaları nedeniyle 1970'lerin sonu ve 1980'lerin başındaki dezenflasyonist süreç, finans ve para piyasalarında ciddi istikrarsızlıkları da beraberinde getirmiştir(Akyüz, 2000: 55-56).

1970'li yıllara dek uygulanan finansal sistem üzerindeki baskıcı politikaları haklı göstermeye yönelik gerekçeler, bu politikaları uygulayan ülkelerde ekonomik büyüme oranının azalması nedeniyle anlamsızlaşmıştır(Roubini ve Salai-Martin, 1991: 11). Bu uygulamaların yol açtığı tüm olumsuzluklar, mevcut finansal yapı üzerinde reformlar aracılığıyla bazı değişimlerin yapılmasını zorunlu kılmıştır. Bu amaçla finansal liberalizasyon geliştirmekte olan ülkelerde 1980'li yıllarla beraber uygulanan istikrar programlarında kendine yer edinen bir politika önerisi olmuştur(Williamson ve Mahar, 2002: 10)

## **2.1. Finansal Liberalizasyon**

1970'li yılların başlarına kadar ekonomi literatüründe hakim olan görüş, birbirine zıt sonuçlar yaratan ikame ve gelir etkileri dolayısıyla tasarruf ve faiz oranları arasındaki ilişkinin belirsiz olduğu ancak yatırım ve faiz arasındaki ilişkinin ise tartışmasız olarak negatif yönlü olduğuna yöneliktir. Keynesyen ve neo-klasik teorilerin de desteklediği şekilde gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkelere düşük faiz oranları, yatırım harcaması ve ekonomik büyümeyi desteleyen sonuçlar vermiştir. Yatırımın faize karşı duyarlılığı konusunda elde edilen ampirik sonuçlar çok farklı bulgulara işaret etse de, geliştirmekte olan ülkelere düşük faiz oranlarının yatırımları artırmada uygun bir politika önermesi olduğu kabul edilmekteydi. McKinnon(1973) ve Shaw(1973), bu geleneksel görüşe ilk karşıt görüş belirten isimler olmuşlardır(Molho, 1986: 90).

Mevduat ve kredi faiz oranlarına yönelik baskılayıcı uygulamaların terk edilmesi biçiminde dar anlamda tanımlanan finansal liberalizasyonun daha kapsamlı bir tanımlamasını yapmak da mümkündür. Geniş anlamda finansal liberalizasyon, döviz kısıtlamalarının kısmen veya tamamen kaldırılması, yabancıların yurtiçi finansal sisteme girişlerini engelleyen düzenlemelerin hafifletilmesi, yurtiçinde yaşayanların yabancı piyasalara girişlerine serbesti getirilmesi ve finansal işlemlerden sağlanan kazançlar üzerinden alınan vergilerin düşürülmesi uygulamalarını içermektedir(Williamson ve Mahar, 2002: 9).

Bu tanımlamadan hareketle finansal liberalizasyonun genel olarak altı farklı noktada yapılan uygulamaları kapsadığı kabul edilmektedir. Bunlar(Williamson ve Mahar, 2002: 15-16):

- “Kredi kontrollerinin kaldırılması”,
- “Faiz oranlarının deregülasyonu”,
- “Bankacılık sektörüne veya daha geniş olarak finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi”,
- “Banka otonomisi”,
- “Uluslararası sermaye akımlarının liberalizasyonu”.

Sıralanan maddeler incelendiğinde finansal liberalizasyonun, yurtiçi ve yurtdışı finansal kurumların faaliyetleri üzerindeki kısıtlamalar kadar yabancı finansal kurumlar ve yabancı kişilerin yurtiçi finansal sistemde faaliyet gösterebilme özgürlüklerinin artırılması şeklinde uygulamada yer bulan politikaları da içerdiği görülmektedir. Finansal liberalizasyon ayrıca denetimde ve finansal kurumların yapacağı işlemlerde ortak uluslararası standart uygulamalarını da gerekli kılmaktadır (Auerbach ve Siddiki, 2004: 247). Buradan hareketle finansal liberalizasyon uygulamalarının iç ve dış finansal liberalizasyon olmak üzere iki temel boyutta kategorize edildiği açıkça görülmektedir.

### 2.1.1. İç Finansal liberalizasyon

Finansal liberalizasyon uygulamalarının ilk eksenini oluşturan iç finansal liberalizasyonda, ulusal finans sistemindeki baskıcı uygulamaların kaldırılmasına yönelik olarak nominal faiz oranlarının para piyasasında para arz ve talebine göre belirlenmesine izin verilmektedir(Williamson ve Mahar, 2002: 9).

İç finansal liberalizasyon aşağıda sıralanacak olan birkaç veya tüm kriterlerin serbestleştirilmesi uygulamalarını içermektedir. Bu kriterler(Ghosh, 2005: 2):

- Finansal aktörlere ödenecek olan faiz oranları ve getiri oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması veya azaltılması.
- Kalkınma bankalarının sıradan bankalara dönüşümüyle devletin, finansal aracılık hizmetlerinden çekilmesi ve kamu sahipliğinde olan bankaların özelleştirilmesi. Bu uygulama genellikle doğrudan kredilerin azaltılması ve ayrıcalıklı sektörlere kredi tahsisi için gereken düzenlemelerin kaldırılmasıyla beraber yürütülmektedir.
- Borsaya kayıt koşullarının kolaylaştırılması, yeni tahvil veya hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında özgürlük tanınması ve aracılara daha fazla serbesti verilmesi gibi uygulamalarla hem firma hem de yatırımcıların borsaya katılımının kolaylaştırılması.
- Faiz oranları arasında çatışma olacağı düşüncesiyle ekonomik birimlerin yatırım yapmasına izin verilmemesi ekonomideki iş hacmini azaltacağından finansal aktörlerin taahhüt ettiği yatırımlar üzerindeki kontrollerin azaltılması.
- Firma veya finansal ajanların erişebileceği fon ve araçlarının sayı ve nicelik olarak artırılması.
- Sistemde işler durumdaki yönetim kurallarının liberalizasyonu. Böylelikle geleneksel bankacılık sisteminin, riskli durumlarda da aracılık vazifesini yerine getiren birimlere dönüşümü amaçlanmaktadır.

Yurtiçi finansal sistemin liberalizasyonu temel olarak üç politikayı kapsamaktadır. Bu politikalardan ilki, mevduat faiz oranları üzerine konulan tavan ve kredi faiz oranlarına yönelik kısıtlamalar şeklinde uygulanan fiyat kısıtlamalarının kaldırılmasına yönelik faaliyetleri kapsamaktadır. Bu şekilde faiz oranlarının liberalize edilmesi, hükümetlerin bütçe açığının finansmanında ciddi bir kaynak olarak kullandığı, ekonominin önemli piyasaları üzerindeki kontrolü bırakacağına bir işareti niteliğindedir. Yurtiçi finansal liberalizasyonun ikinci bileşeni ise doğrudan kredi kontrol mekanizması, zorunlu rezervlerin düşürülmesi ve yabancı para cinsinden mevduat kısıtlamaların kaldırılması gibi miktara yönelik kısıtlamaların terk edilmesinden oluşmaktadır. Kredilere ilişkin miktar kısıtlamalarının kaldırılması sermaye dağılımında iyileşmeye; zorunlu rezervlerin düşürülmesi finansal aracılık maliyetlerini azaltarak krediye erişim imkanını artırmaya; döviz mevduatlarına yönelik kısıtlamaların kaldırılması ise kaçakçılık şeklinde yabancı paranın ülkeye girişini önleyerek dövizin resmi kanallar aracılığıyla ülkeye gelmesini teşvik etmeye yol açacaktır. İç finansal liberalizasyona yönelik üçüncü politika ise finansal sisteme girişi engelleyen uygulamaların kaldırılması ve finansal sistemin yabancı bankalara açılmasını içermektedir(Ndikumana, 2005: 3)

Fry(1997), ülkelerin finansal liberalizasyon deneyimlerini göz önünde bulundurarak başarılı bir finansal liberalizasyon uygulaması için beş önkoşulun bulunduğunu belirtmektedir. Bu ön koşullar şunlardır(Fry, 1997: 759):

- Finansal ve yasal çerçevenin bazı noktalarına işaret ederek ticari bankaların makul bir düzeyde düzenlenmesi ve denetimi,
- Fiyat istikrarı ve fiyatın makul bir seviyede olması,
- Parasal şişkinlik ve enflasyondan kaçınan sürdürülebilir bir kamu borçlanmasının yapıldığı mali disiplin,
- Ticari bankaların rekabetçi tutumları ve kar maksimizasyonu,
- Finansal araçlar üzerinde ayrımcılık yaratmayan bir vergi sistemi.

### 2.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon

Finansal liberalizasyonun iç piyasada yapılan liberalizasyon dışındaki ikinci bir boyutu olan dış finansal liberalizasyon kapsamında ödemeler bilançosunun sermaye hesabının kısmen veya tamamen açılması, yabancılardan borç alma ve ödünç verme işlemlerine izin verilmesi, çok uluslu şirket ve bankaların daha hızlı hareket etmesine imkan sağlanması gibi serbestleşme uygulamaları yer almaktadır. Finansal liberalizasyon bu bağlamda fon arzının artmasına yönelik çeşitli teşviklerle finansal piyasaların daha etkin faaliyet göstermesine yardımcı olmaktadır. Faiz oranları için konulan tavanların kaldırılması neticesinde bankalar, daha az kısıtlama ile daha kolay kredi verebilirken tasarruflar için de cazip bir ortam oluşacaktır. Dışa açılım aynı zamanda uluslararası finansal piyasalara erişim kolaylığı sağlayarak talep fazlasının giderilmesine ve piyasadaki çok uluslu girişimlerin yaratacağı rekabet baskısı nedeniyle yurtiçindeki aracı kurumların daha etkin çalışmasına yardımcı olacaktır(Weller, 1999: 68).

Dış finansal liberalizasyon kapsamında ülkeleri sermaye işlemleri hesabını açmaya yönelten bazı gelişmeler de olmuştur. Bu gelişmelerden en önemlisi, hiç şüphesiz bilgi ve iletişim teknolojilerindeki yeniliklerin, finansal işlemlerin dünya çapında yapılmasına olanak tanınmasıdır. Bunun dışında ülkeleri dış finansal liberalizasyona iten diğer gelişmeler ise şunlardır(Eichengreen ve Mussa, 1998: 16-17):

- Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin deregülasyon ve liberalizasyon uygulamalarıyla beraber sermaye işlemleri hesabı üzerindeki yasal kısıtlamaların kaldırılması,
- Gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik ve siyasi reformların çok sayıda ticari borç enstrümanı yaratması,
- Uluslararası finansal işlemlerin desteğiyle artan çok yanlı ticaretin, para için vade riski ve ticari risk ortaya çıkarması,
- Swap, opsiyon ve future sözleşmeleri gibi türev finansal araçların sayısındaki artışın, uluslararası yatırımcılara risklerini bu tür araçlar vasıtasıyla dağıtma imkanı sunması.

Anahatlarıyla döviz kuru rejimlerindeki değişimler ile cari işlemler hesabı liberalizasyonunun ardından farklı düzeylerdeki sermaye işlemleri hesabının da serbestleşmesini kapsayan dış finansal liberalizasyon veya sermaye hesabı liberalizasyonunun beraberinde getirdiği yenilikler ise şunlardır(Ghosh, 2005: 3):

- *Yabancıların borç ya da hisse senedi vasıtasıyla ulusal finansal varlıklara sahip olma hakkına izin verilmesi.* Bu durum yurtiçi firmaların devletin garantisi ve denetimi olmadan dış dünyadan borçlanma konusunda daha fazla imkana sahip olmaları ile de ilişkilidir.
- *Yurtiçinde yaşayan ekonomik aktörlerin yabancı finansal varlık bulundurmalarına müsaade edilmesi.* Bu serbestlik yurtiçinde ikamet edenlerin kriz sürecinde yurtdışına sermaye çıkışı yapmalarını kolaylaştırması nedeniyle liberalizasyonun daha ileri bir aşaması olarak görülmektedir.
- *Ulusal ekonomi sınırları içinde yabancı parasal varlık bulundurulması ve yabancı para üzerinden ticaret yapılmasına izin verilmesi.* Bu tür bir uygulama dış finansal liberalizasyonun en kapsamlı boyutu olmaktadır.

Bazı iktisatçılar tarafından liberalizasyonun, yalnızca sermaye hareketlerine yönelik kontrollerin ortadan kaldırılması anlamı taşıması çok önemli bir unsur ortaya koyar. Bu da sermaye hareketlerine ilişkin kontrollerin liberalizasyonu ile yurtiçi finansal sektör liberalizasyonunun beraber gerçekleştiğidir. Bu ortak liberalleşme, sermaye kontrolü uygulayan ülkelerin aynı zamanda korumacı ve regüle edilen bir finansal sisteme sahip olması neticesinde gerçekleşecektir. Yurtiçi finansal sistemin liberalizasyonu, ya yetkili otoriteler tarafından sermaye kontrollerini yok etmek amacıyla atılan gönüllü bir adım ya da sermaye hesabı liberalizasyonunun bir sonucu olabilir(Bacchetta, 1992: 466).

### 2.1.2.1. Dış Finansal Liberalizasyonunun Olumlu Etkileri

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin gelişmiş dünya finansal sistemine entegrasyonu, finans kesimini liberalize etmeyi amaçlayan bir dizi politika aracılığıyla yapılmaktadır. Liberalizasyonun ardındaki amaç, ekonomik etkinlik ve tasarruf artışıyla ekonomik istikrar ve büyümenin sağlanmasıdır(Balkan ve Yeldan, 2002: 39). Bu bağlamda sermaye hareketleri liberalizasyonu ile birlikte öncelikli olarak yurtiçi finansal sistemin uluslararası finansal sistemle entegrasyonu sağlanmaktadır(Bachetta, 1992: 465). Bu gelişmeyle birlikte yabancı bankaların ulusal finansal sisteme girişine yönelik bir engelin kalmayışı, pek çok açıdan ekonomik gelişmeye de katkı sağlayacaktır. Bu katkılardan ilki, yabancı bankaların kendi ülkelerinde kullandıkları uluslararası standartları giriş yaptıkları ülkeye taşıyarak bunları tanıtmalarıdır. Zamanla bu standartlar yerel bazda faaliyette bulunan diğer bankalar tarafından da uygulanmaya başlayacak ve bu süreç sonrasında yerel ve yabancı bankaların rekabet yoğun ortamda faaliyette bulunması, yurtiçi finansal sistemin etkinliğini artıracaktır(de Swaan, 1999: 168).

Uluslararası sermaye hareketliliği ayrıca tasarruf kısıtı içinde bulunan ülkelere üretken yurtiçi yatırımlarını yabancı kaynaklarla finanse etme fırsatı verirken yabancı yatırımcılara da portföylerini çeşitlendirme, riski dağıtma, bugün ve gelecekteki tüketim ve harcama tercihleri arasında seçim yapabilme imkanı sunacaktır. Bu şekilde gelirinin az olduğu dönemde borç alarak yüksek olduğunda geri ödeme imkanı bulan hanehalkı ve ülkeler, tüketim düzleştirme yapabileceği imkânına kavuşur ve bu durum tüm ekonomik aktörlerin konjonktürel dalgalanmalardan daha az zarar görmesine yardımcı olur(Mavrotas, 2005: 34; Obstfeld, 1993: 1). Ayrıca yurtdışına borç veren hanehalkı ve firmaların, yurtiçindeki ekonomik sorunlardan etkilenme düzeylerinin azalması yanında şirketler de yurtiçindeki ani maliyet artışlarına karşı kendilerini koruma imkanı elde edeceklerdir. Sermaye hareketliliğinin olduğu bir ortamda yatırımcıların risk ve getiri oranlarını ayarlayabilmeleri neticesinde yüksek getiri oranlarının toplam tasarruf ve yatırımı destekleyerek ekonomik büyümeye katkı sağlayacağı da beklenen olumlu gelişmelerden bir diğeridir(Eichengreen vd., 1999).

Dış finansal liberalizasyon veya bir diğer ifadeyle sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyümeyi artırıcı ve etkin kaynak dağılımını sağlayıcı sonuçlar verebilmesi, sermaye hesabı liberalizasyonunda uygun bir reform sıralamasının takibini zorunlu kılmaktadır. Sermaye hesabı liberalizasyonu sonucunda elde edilebilecek bazı kazanımlar şunlardır(Ishii vd., 2002: 6-7):

- *Tasarrufların uluslararası düzeyde dağılımının sağlanması:* Finansal liberalizasyon kıt tasarrufların, yurtiçi ve uluslararası düzeyde yüksek getirili yatırımların finansmanında kullanılmasına imkan tanır.
- *Teknoloji transferi:* Doğrudan yabancı yatırım şeklindeki sermaye akımlarıyla beraber çoğunlukla daha ileri teknolojinin gelişmekte olan ülkelere girişi sağlanmaktadır.
- *Finansal sistemin güç ve verimliliğinin artırılması:* Sermaye akımları serbestisi, artan finansal derinleşme ve yoğunlaşan rekabet sonucu hem ulusal hem de uluslararası finansal sistemin etkinliğine katkı sağlar.
- *Likidite ve dalgalanmaların düzleştirilmesi:* Sermaye hareketliliği, likidite kısıtını kolaylaştırarak ve piyasa baskısını azaltarak finansal istikrara yardımcı olacaktır.
- *Risk çeşitliliği ve şoklara karşı direnç:* Sermaye hesabı liberalizasyonu yatırımların daha büyük çapta çeşitlendirilmesine imkan tanıyarak riskin dağıtılmasını sağlar.
- *Daha yoğun biçimde piyasaya uyumun sağlanması:* Yatırımcıların kendilerini sadece tek ülkeyle sınırlandırmamaları ve fonlarını sınır ötesine taşıma imkanına sahip olmaları halinde risk yönetimi yanında makro ekonominin de daha iyi yönetilmesine destek verilmiş olur ve daha genel ifadeyle ekonomik reformlar desteklenir.
- *Kaynak israfının düşük bir seviyeye indirgenmesi:* Sermaye hesabı liberalizasyonu, sermaye kontrollerinin uygulanması ve rüşvetçilik fırsatlarını ortadan kaldırarak kaynakların yersiz kullanımını azaltır.

- *Yurtiçinde yüksek yatırım ve yüksek ekonomik büyüme oranlarının yakalanması:* Yabancı kaynaklara daha kolay erişim ve ülkeye giren sermaye akımındaki artış, bu fonlar düzgün yönetildiği sürece daha çok yatırımı finanse eder ve daha yüksek ekonomik büyüme rakamlarının yakalanmasına yardımcı olur.

Küreselleşmenin maliyet ve fayda açısından analizi politik ve akademik çevrelerce merkez alınarak uygulanan politikalara yön vermektedir. Sermaye hareketliliğinin getirileri Bretton Woods sisteminin inşası döneminde ilk kez John Maynard Keynes tarafından dillendirilirken, son yirmi yılda yaşanan ekonomik krizlerle birlikte uluslararası finansal sistemin entegrasyonunun maliyet ve getirilerinin neler olduğuna yönelik tartışmalar yeniden alevlenmiştir(Alfaro vd., 2007: 19). Bir sonraki başlıkta liberalizasyonun beraberinde getireceği risklerin neler olduğu konusuna açıklama getirilecektir.

#### **2.1.2.2. Dış Finansal Liberalizasyonun Olumsuz Etkileri**

Gelişmekte olan ülkelerin dış finansal liberalizasyonla ekonomik etkinlik ve tasarruf artışıyla ekonomik istikrar ve büyüme hedeflerini gerçekleştirecekleri öngörülmesine rağmen elde edilen sonuçlar gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketleri, artan finansal istikrarsızlık ve tüm bunlar sonucunda yaşanan finansal krizler olmuştur(Balkan ve Yeldan, 2002: 39). Özellikle Demirguc-Kunt ve Detragiache(1998) ile Kaminsky ve Reinhart(1999) tarafından yapılan çalışmalarda, finansal liberalizasyonun finansal sektör gelişimini baltalayarak bankacılık sisteminde kırılganlığı artıran sonuçlar verdiği dikkat çekilmiştir.

Geçmişten günümüze yapılan tüm finansal liberalizasyon uygulamaları sermaye hesabının liberalizasyonu ve yurtiçi finansal sektördeki çeşitli aksaklıkların giderilmesi olarak sınıflandırılabilir iki bileşenden oluşmaktadır. Etkin bir finansal sistemde gerçekleştirilen sermaye hesabı liberalizasyonu, başlangıç yurtiçi faiz oranı dünya faiz oranından düşük olduğu sürece ülkeden sermaye çıkışına yol açacaktır. Yurtiçi faiz oranının dünya faiz oranından yüksek olduğu koşullarda ise ülkeye sermaye girişi olacaktır(Bacchetta, 1992: 468). Ancak geçmiş dönem uygulamalar

incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerin büyük hacimli sermaye için alıcı konumda olduklarına ve bu sermayenin büyüme üzerinde etki yaratacağına yönelik kanıyı destekler bir bulguya rastlanmamaktadır(Krugman, 1993: 22). Ayrıca 1990'lı yıllarla birlikte yaşanan Asya ve Meksika kriz örneklerinde, ülkeye giren sermayenin aniden ülkeyi terk edişinin yüksek büyüme oranına sahip başarılı ekonomilerde dahi ciddi tahribatlar yaratacağı görülmüştür.

Finansal liberalizasyon tartışmalarının odaklandığı temel noktalardan biri de sermaye hareketliliği ve uluslararası finansal entegrasyonun finans sektörünün istikrarı üzerindeki rolüdür. Finans sektöründe istikrarsızlığa yol açtığı belirtilen bazı faktörler, güçlü bir uluslararası finans sisteminin tesisinde zorluk çıkarabilir. Sermaye hesabı liberalizasyonunun beraberinde getirdiği risk, liberalizasyonun uygun bir reform sıralamasıyla yapılmadığı durumlarda finans sektörü için bir istikrarsızlık unsurudur(Ishii vd, 2002: 6-7). Ekonomide makroekonomik istikrarsızlığın mevcut olduğu bir ortamda, finansal piyasaların gelişimini tamamlamadan dış dünyaya açılması, en başta sermaye akımlarında oynaklığa yol açarak ciddi pek çok sorunu beraberinde getirebilecektir(Collier ve Mayer, 1989: 2). Ekonomide istikrarsızlık ortamının hakim olması, ülkeye yönelik sermaye girişinin durdurulmasından, uluslararası finansal işlemlerin yasaklanmasına kadar varan bir dizi çözüm önerisini gündeme taşıyacaktır(McLean ve Shrestha, 2002: 2).

Makroekonomik düzeyde incelendiğinde finansal liberalizasyonun, otoritenin para politikası üzerindeki kontrolünü azalttığı ve finansal kurumlar arası rekabet sonucu bankaları önceki mevduat hesaplarından faiz ödemesi yapmaya zorladığı da bilinmektedir(Collier ve Mayer, 1989: 4).

Mishkin ise finansal liberalizasyonun olumsuz etkileri dolayısıyla bir tehlike olarak addedilmemesi gerektiğini, bunun aksine finansal liberalizasyonun en verimli yatırım imkanlarına kaynak sağlaması için finansal piyasaların etkin bir şekilde faaliyette bulunmasının hayati öneme sahip olduğunu vurgulamaktadır. Mishkin'e göre liberalizasyonun dikkatli bir biçimde uygulanması büyük önem taşımaktadır ve uygun banka düzenlemeleri ve denetim yapısının liberalizasyon girişiminden önce tamamlanmış olması da başarıya ulaşmak için bir ön koşuldur(Mishkin, 1999: 1531).

## 2.2. Finansal Liberalizasyonu Savunan Temel Görüşler

Finansal liberalizasyon hipotezi, bu hipotezin teorik inşasını borçlu olduğu McKinnon ve Shaw yanında Kapur, Mathieson ve Galbis tarafından da uygun bir politika önerisi olarak kabul edilmektedir.

### 2.2.1. Mckinnon-Shaw Yaklaşımı

Neo-klasik iktisatçıların para ve sermaye arasındaki tam ikameden hareketle finansal baskı uygulamalarının paranın getirisini azaltarak ekonomik büyüme oranını düşüreceğini belirten açıklamalarının gelişmekte olan ülkeler için geçerliliği McKinnon(1973) ve Shaw(1973) tarafından sorgulanmış ve bu uygulamaların yüksek getirili yatırımları dışlayacağı, sermaye yoğun projeler için öncelik yaratacağı, gelecekteki tasarrufları olumsuz yönde etkileyeceği ve böylelikle ekonomideki tasarrufları hem miktar hem de nitelik olarak azaltacağı öngörülmüştür(Denizer vd., 1988: 3). Bu açıklamalardan hareketle “neo-klasik finans teorisinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış bir versiyonu olan finansal liberalizasyon kuramı” teorik altyapısını meydana getiren açıklamaları, 1973 yılında yapmış oldukları çalışmalarla McKinnon ve Shaw’a borçludur(Williamson ve Mahar, 2002: 8).

Neo-klasik iktisadi görüşün bir uzantısı olarak finansal liberalizasyon literatürü, piyasaların kendi haline bırakılması halinde bir düzen içinde işleyeceğini ve yükselen faiz oranlarında tasarruf-yatırım eşitliğinin gerçekleşeceğini varsaymaktadır(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 603-604). Faiz oranları, yurtiçindeki finansal varlıklara yönelik talebin, yurtiçi tasarruf-yatırım düzeyinin ve ödemeler bilançosu cari işlemler ve sermaye hesabı tutarlarının belirlenmesinde önemli bir parametredir. Faiz oranlarına verilen bu önem, gelişmekte olan ülkeler arasında finansal piyasaların gelişmişlik seviyesinin, tasarruf ve yatırım kararlarının farklı taraflarca yapılma düzeyinin ve ülkeye giriş çıkış yapan sermayeye tanınan özgürlüğün kapsamına bağlı olarak farklılaşabilmektedir(IMF, 1983: 19).

Goldsmith(1969) finansal baskının bu işlevleri için temel aktarım aracının sermayenin marjinal verimliliği olduğunu belirtmiştir. Finansal baskı durumunda faiz oranları denge faiz oranından daha düşük olduğunda yüksek maliyetli projelerden vazgeçilecektir. McKinnon ve Shaw ise bundan farklı iki işlev üzerinde durmaktadır. Bunlardan ilki finansal baskının tasarrufların yatırımlara etkin dağılımını etkilemesi iken ikincisi tasarrufların getirisi üzerindeki etkileri ile denge yatırım ve tasarruf seviyesini belirlemesidir. Bu çerçevede bankacılar yatırım projelerinin yalnızca marjinal verimliliklerine göre fon dağıtımını yapamayacağından yatırımlar yalnızca miktar bakımından değil aynı zamanda nitelik açısından da zarar görecektir. Bu şartlar altında banka mevduatlarının düşük getirisi tasarrufları tasarruflarını verimli banka mevduatı yerine gayrimenkul ve emlak gibi üretken olmayan varlık biçiminde tutmaya yöneltecektir. Benzer biçimde yüksek zorunlu karşılık oranları da banka kredi arzına yönelik bir sınırlama getirecektir(Arestis ve Demetriades, 1999: 442).

Diğer bir ifadeyle faiz oranı ve döviz kurunu kapsayan finansal parametrelerin çarpıklığını ifade eden finansal baskı, “büyüme oranını düşüren ve finansal sektörün diğer sektörlerle kıyasla üstünlüğünü azaltan bir olgudur. Tüm bu uygulamalar ve sonuçlar ise kalkınma sürecini sekteye uğratan veya durduran sonuçlar vermektedir”(Shaw, 1973: 3-4).

McKinnon ve Shaw modelinin temel ortak noktaları şu şekilde özetlenebilir(McKinnon, 1973: 71-77; Shaw, 1973: 81-87):

- Tasarruf fonksiyonu, hem reel mevduat faiz oranı hem de reel çıktı oranı ile pozitif yönde ilişkilidir.
- Yatırım fonksiyonu, yatırımın reel kredi faiz oranı ile negatif, büyüme oranı ile pozitif yönde ilişkilidir.
- Reel faiz oranını denge seviyesinin altında tutan idari sabit bir nominal faiz oranı mevcuttur.
- Kredi verilebilir fonların dağıtımında fiyat dışı etkisizlik vardır.

McKinnon-Shaw modelinde bankalar kredi dağıtımında yatırımların beklenen getiri oranını değil, işlem maliyeti ve beklenen risk düzeyini göz önünde bulundururlar. Teminatın güvenilirliği, politik baskılar, kredi büyüklüğü, kredi veren kurumun örtük getirileri de kredi tahsisini etkileyen diğer faktörlerdir. Kredi tahsisi rastgele yapılmış olsa bile kredi tavan oranının düşmesi sonucu düşük getirili yatırımlar kazançlı olmaya başlayacağından sonuçta yatırımın ortalama etkinliği azalacaktır. Bankalardan kredi almaktan vazgeçen girişimciler piyasaya giriş yapacaklardır. Faiz oranları çok düşük seviyede belirlendiğinde ve kredi tahsisinde dengesizlik olduğunda ise sosyal refah açısından tersine seçim sorunu ortaya çıkacaktır(Fry, 1997: 755).

Piyasaların kendi haline bırakılması durumunda daha verimli bir şekilde faaliyet göstereceği ve yatırım-tasarruf dengesini sağlayacağını öngören finansal liberalizasyon hipotezi, bu söylemi nedeniyle bazı eleştiri oklarının da hedefi olmuştur. Tasarruf artışının yatırım artışı anlamına gelmediği, tasarruf-yatırım eşitliğinin otomatik olarak sağlanamayacağı, yatırımların faiz oranı ve geleceğe ilişkin beklentilerden bağımsız olmadığı söylemleriyle keynesyen düşünce mensupları neo-klasik düşünceye meydan okur. Bu eleştirilerden biri devlet müdahalesi olmadan mükemmel işleyen borç piyasasında dahi kredi tayinlemesinin var olabileceğidir(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 603-604).

#### **2.2.1.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımının Varsayımları**

Finansal liberalizasyon tezi gerçekte yerine gelmesi pek mümkün olmayan üç varsayım üzerine kurgulanmıştır. Bunlar mükemmel bilgi, ticari bankaların kar maksimizasyonunu amaçlayan rekabetçi tutumu ve kurumların olmadığı bir ekonomi analizidir(Arestis ve Demetriades, 1999: 443).

McKinnon-Shaw yaklaşımı ilk varsayım olarak piyasalarda mükemmel bilginin varlığını kabul etse de finansal piyasalar mal piyasalarına kıyasla risk ve bilgi asimetrisinin daha yoğun olarak gözlemlendiği piyasalardır. Asimetrik bilgi, finansal piyasalara özgü bir niteliktir ve finansal işlemlere taraf olan iki kesim arasında bilginin eşit olmayan bir biçimde dağılımı sonucu ortaya çıkmaktadır.

Örneğin bir kredi işleminde kredi alıcısı, risk alma konusunda kredi veren yetkiliden daha fazla esnekliğe sahiptir(Eichengreen vd., 1999: 3). Asimetrik bilgi finansal piyasalarda tersine seçim ve ahlaki tehlike gibi iki başlıca sorunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır(Schmukler, 2004: 6).

Tersine seçim finansal işlemler gerçekleşmeden önce ortaya çıkar ve kredi verenlerin bilgisi olmadan kredi alıcıların yoğun riskli projelerde kaynak kullanımını ifade eder. Bu durumda bankalar kredinin geri ödenmesini göz önünde bulunduracak ve kredi faizlerinde yükselme meydana gelecektir. Sonuçta yüksek risk almaya çekinen yatırımcıların kredi almaktan vazgeçmeleri neticesinde kredi alıcılarının büyük çoğunluğunu yüksek riskli projelere kaynak aktaracak, risk almayı seven yatırımcılar oluşturacaktır(Fry, 1997: 305-306). Ahlaki tehlike ise kredi verildikten sonra ortaya çıkan bir sorun olmaktadır ve alıcıların borç verenlerin çıkarlarını maksimize etmeyi amaçlamamalarını ifade etmektedir. Ahlaki tehlike, bu nedenle ödünç alma maliyetinde yükselişe neden olacak bir unsurdur(Arestis ve Demetriades, 1999: 444).

Finansal liberalizasyon hipotezi ayrıca Shaw(1973) tarafından geliştirilen borç-aracılık görüşünün bir uzantısı olarak piyasaya girişlerin serbest olması ve mükemmel rekabetin gerekliliğini varsaymaktadır(Fry, 1995: 28). Bu ikinci varsayım, sermaye piyasalarında herhangi bir kısıtlamanın olmadığı ve yatırımcıların nerede olduğunun bir önemi olmaması anlamı taşımaktadır. Ayrıca sermaye maliyeti de ülkeler arasında bir farklılık göstermemektedir(Stulz, 2001: 148). Gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sisteminin oligopolistik yapıya sahip olduğu hatırlandığında bu varsayımların gerçekleşmesi zor görünmektedir(Stiglitz, 1989: 56). Finansal piyasaların oligopolistik yapıya sahip olması ve piyasalardaki başarısızlıklar ise rekabetin mükemmel olmaması ve asimetrik bilgi kaynaklı sorunların ortaya çıkmasına zemin hazırlayacaktır(Arestis ve Demetriades, 1997: 793).

Üçüncü olarak finansal kurumlar ve yasal sistemin oluşturduğu kurumsal çerçevenin göz ardı edilerek kurumların olmadığı bir ekonomi üzerinden analiz yapılması da bu hipotezin bir diğer varsayımıdır. Bir ülkedeki hukuki yapı, sözleşmelerin düzenlenmesi ve uygulanmasını, kişisel hakların korunmasını ve iflas

prosedürlerini belirlerken bankacılık sisteminde ise sözleşmelerin yerine getirilmesine yardımcı olacak şekilde paranın ödeme ve değer biriktirme işlevlerinden hareketle faaliyetler sürdürülür. Bu nedenle bankacılık kesiminin, merkez bankalarının, düzenleyici kurumların ve hukuki yapıların göz ardı edilmesi bu yaklaşımın önemli bir politika eksikliğidir(Arestis ve Demetriades, 1999: 445-446).

Bu varsayımlar dışında McKinnon ve Shaw'un menkul kıymet piyasalarının rolünü küçümsemesi de bu yaklaşımın bir diğer varsayımı olarak önemli bir eksikliğini de ortaya koymaktadır. Bu varsayım, McKinnon-Shaw yaklaşımında hanehalkından iş sektörüne aktarılan kaynakların çok küçük bir bölümünün menkul kıymet piyasaları aracılığıyla olduğuna yönelik kanının bir yansımasıdır. Böylesi bir noksanlık McKinnon(1973) ve Shaw(1973)'un yaklaşık yirmi yıl sonrasında Singh(1997) tarafından menkul kıymet piyasalarının liberalize edilmesinin iç ve dış finansal liberalizasyon kadar önemli olduğu belirtilerek giderilmeye çalışılmıştır. Singh, menkul kıymet piyasalarını yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelere girişi için önemli bir kanal olarak görür ve menkul kıymet piyasalarının ekonomiyi kontrol altında tutma gibi doğrudan etkisi yanında makroekonomik değişkenlere ilişkin bazı göstergelere dikkat çekmesi gibi dolaylı etkileriyle özellikle 1990'lı yılların ardından artan bir öneme sahip olduğunun altını çizmiştir(Singh, 1997: 771-773).

### **2.2.1.2. McKinnon ve Shaw'ın Farklı Noktaları: Para ve Fiziki Sermaye Arasındaki Tamamlayıcılık ile Borç-Aracılık Görüşü**

İşlevini daha iyi yerine getiren bir finansal sistemin ekonomik büyümeye destek vereceği yönünde ortak fikir belirten McKinnon(1973) ve Shaw(1973)'un bazı noktalarda birbirinden ayrıldıkları görülmektedir. McKinnon(1973), Tobin'in modelini takip etmesine rağmen ondan farklı olarak tüm firmaların iç finansmana güvendiği nakit ve banka rezervi şeklindeki para türü olan parasal taban modelini dikkate almaktadır(Fry, 1995: 27). Fiziki sermaye miktarı, firmaların yatırım projelerini finanse etmek için parasal varlık biçimindeki tasarrufları tarafından belirlenmekte ve tasarrufçuların birbirinden bağımsız olması nedeniyle oldukça

dağınık bir yapıdadır(McKinnon, 1973: 57-58). McKinnon, parayı sermayenin biçimlenmesine aracılık eden bir kanal olarak görmüş ve modelini para ve sermayenin tamamlayıcı varlıklar olarak benimsendiği fikir üzerine inşa etmiştir(McKinnon, 1973: 57-61).

Gurley ve Shaw(1955)'un ilk kez temas ettiği borç-aracılık görüşü temelinde modelini inşa eden Shaw(1973) ise finansal aracılardan kaynak dağılımını iyileştirme rolü üzerinde durarak bunun ülkeler arası kişi başı gelir düzeyindeki farklılığın temel belirleyicisi olduğuna dikkat çekmektedir. Paranın bankacılık sektörü aracılığıyla tasarruflardan yatırımcıya aktarılacak kaynak olduğu belirtilerek finansal aracılardan tasarruf sahibinin getirisini yükselttiği, yatırım maliyetini düşürdüğü, risk çeşitlendirmesine imkan tanıdığı, etkinlik artışına yardımcı olduğu ve uzmanlaşma sonucu bilgi maliyetlerini düşürdüğü vurgulanmıştır(Fry, 1995: 28). Shaw ayrıca banka mevduatı biçiminde tutulan para olarak tanımlanan içsel para modelini önermektedir(Shaw, 1973: 58). Shaw(1973) yüksek faiz oranlarının tasarruf hacmini artırmak için gerekli olduğunu belirterek tasarrufların finansal aracılardan vasıtasıyla bankacılık sektörüne çekilmesinin kredi arzını genişleteceğini ve daha çok yatırımın finanse edilmesi sonucunda çıktı hacminin artacağını belirtmektedir(Ang ve McKibbin, 2005: 8-9).

Neo-klasik para talebi fonksiyonunda para ve fiziki sermaye arasında tam ikame olduğu öngörülmesine rağmen McKinnon, para ve sermaye arasındaki tamamlayıcılığın varlığından söz eder(McKinnon, 1973: 59). Bu tamamlayıcılık ilişkisi, fiziki sermayenin diğer bir ifadeyle yatırımların getirisindeki artışın, reel para stokunda tutulmak istenen para miktarını artırmasından kaynaklanmaktadır (McKinnon, 1973: 60; Shaw, 1973: 71).

McKinnon'a göre gelir ve harcama arasındaki zaman aralığı, yatırım kararı verilmesi halinde gelirin tüketilme kararı alınmasına kıyasla daha uzun bir zaman dilimini kapsayacaktır. Sonuçta reel para talebi, tasarruf(yatırım) eğilimi tarafından şekillenecektir. Dolayısıyla belirli bir gelir düzeyinde sermaye birikim oranı veya bir diğer ifadeyle özel tasarruflardaki artış, gelirin reel nakit değerini yükseltici sonuçlar doğuracaktır(McKinnon, 1973: 57).

Eğer paranın getiri oranı yükselir veya elde para bulundurmanın fırsat maliyetinde düşüş olursa para, menkul değerlerden ziyade daha etkin bir değer biriktirme aracı olacaktır. Yatırımların hepsi iç finansman yoluyla yatırımcıların kendileri tarafından finanse edileceğinden tüketimden arta kalan ve elde bulundurulacak nakit ile yatırım ve dolayısıyla tasarruf eğilimi arasında pozitif yönde bir etkileşim olacaktır.

Para ve fiziki sermaye arasındaki tamamlayıcılık ilişkisi, Eşitlik 13'te yer alan denklem üzerinden daha kolay açıklanabilir (McKinnon, 1973: 59):

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = L\left(Y, \frac{I}{Y}, d - P^*\right) \quad (13)$$

Eşitlik 13'te yer alan  $\left(\frac{I}{Y}\right)$  yatırım-gelir oranını,  $\left(\frac{M}{P}\right)$  reel para stoku talebini,  $Y$  gelir seviyesini,  $d$  mevduat faiz oranını ve  $P^*$  beklenen enflasyon oranını,  $(d - P^*)$  ise mevduat reel faiz oranını temsil etmektedir.  $L$  ise sermaye birikim süreciyle para talebini doğrudan modelde birleştirmiş olmaktadır.

Denkleminde yer alan değişkenlerin  $L$ 'ye göre kısmi türevlerinin her biri pozitif değer almaktadır. Özellikle  $\frac{\partial L}{\partial\left(\frac{I}{Y}\right)}$  değerinin sıfırdan büyük olması para ve fiziki sermaye arasındaki basit tamamlayıcılık ilişkisinin bir göstergesidir (McKinnon, 1973: 59).

Neo-klasik para talebi fonksiyonunda ise para ve fiziki sermaye arasında ikame ilişkisinin olduğu kabul edilmektedir. Bu ikame ilişkisi, reel nakit dengesindeki büyüklüğün fiziki sermaye birikimine ket vuracağı anlamı taşımakta ve sermayenin reel getiri oranındaki artışın para talebi üzerinde negatif etki yaratacağını belirtmektedir. Bunun nedeni ise paranın değişim aracı olması dolayısıyla kullanım kolaylığına rağmen sermayenin ayrıştırılabilir bir getirisinin olmasıdır. Sermayenin getiri oranı  $r$  yükseldiğinde bireyler, varlıklarını paradan daha karlı olan fiziki sermayeye kaydıracaklardır ve her  $Y$  ve  $r$  seviyesinde para tutmanın reel getirisindeki artış fiziki sermaye talebini azaltıcı yönde etki gösterecektir. Bu durum

ise neo-klasikler tarafından öngörülen para ve sermaye arasındaki ikame ilişkisinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır(McKinnon, 1973: 44-45).

Neo-klasik para talebi fonksiyonunu ele aldığımızda  $\left(\frac{I}{Y}\right)$  denkleme dahil edilmeyeceğinden neo-klasik para talep fonksiyonu Eşitlik 14'te yer aldığı şekilde oluşturulmuş olacaktır. Eşitlikte yer alan  $r$  fiziki sermaye ve tüm parasal olmayan finansal varlıkların reel getirisini temsil etmektedir.

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = H(Y, r, d - P^*) \quad (14)$$

Eşitlik 14'teki fiziki sermayenin reel getirisinin  $H$ 'ye göre kısmi türevi alındığında,  $\frac{\partial H}{\partial r}$  oranının sıfırdan küçük bir değer aldığı görülmektedir(McKinnon, 1973: 44-45).

McKinnon'un para talebi denkleminde yer alan  $\frac{I}{Y}$  yerine fiziki sermayenin ortalama getirisi  $\bar{r}$  konulduğunda Eşitlik 15'te verilen dönüşüm yapılabilir.

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = H(Y, \bar{r}, d - P^*) \quad (15)$$

Eşitlik 15'te yer alan tüm kısmi türevlerin tekrar pozitif çıkması beklenmektedir.  $\frac{\partial H}{\partial r}$  kısmi türevi neo-klasik modelde yer alan  $\frac{\partial H}{\partial r}$ 'nin kısmi türevinin aksine pozitif değer almakta ve tamamlayıcılık ilişkisine işaret etmektedir(McKinnon, 1973: 59-60).

Para arzı, yatırım ve tasarruf kararları üzerinde birinci derecede etkiye sahip olduğundan tamamlayıcılık ilişkisi ayrıca para arzı açısından da incelenebilir. Para tutmanın reel getirisinin yükseldiği bir durumda kendini finanse edebilen yatırım olanaklarında da artış gözlenebilecektir. Nakit tutmanın avantajlı hale gelmesi, tasarrufların fırsat maliyetini düşürecek ve sonuçta sermaye malları alımında azalış gözlenecektir. Sermaye birikiminin yatırımlar için "finansman kanalı(financial conduit)" olması bu ilişkiden kaynaklanmaktadır (McKinnon, 1973: 60).

Diğer bir ifadeyle mevduat(para) ve sermayenin tamamlayıcı varlıklar olması, mevduatların sermaye birikimi için bir kanal vazifesi görmesi anlamına gelmektedir. Böylece finansal liberalizasyonla beraber pozitif reel getiri oranına sahip mevduatların, tasarruf ve sermaye birikim eğilimlerini yükselterek ekonomik büyümeye destek vermesi, McKinnon ve Shaw yaklaşımının en temel yargısıdır(Molho, 1986: 91).

Paranın sermaye birikimi için kanal vazifesi işlevi gördüğü vurgulanmasına rağmen, bazı durumlarda para ve sermaye arasında neo-klasiklerin belirttiği şekilde ikame etkisi de geçerli olmaktadır.

$$\frac{\partial F}{\partial \bar{r}} > 0 \text{ ve } \frac{\partial F}{\partial (d-P^*)} \leq 0 \quad (16)$$

Eşitlik 16'dan anlaşılacağı üzere, mevduat reel faiz oranına göre alınan türevin işaretinin belirsiz olması, net bir tamamlayıcılık veya ikame etkisinin varlığından söz etmenin mümkün olmadığını göstermektedir. Burada alınan kısmi türevlerin pozitif işaretli çıkması, para ve sermaye arasındaki tamamlayıcılık etkisine işaret ederken, işaretin negatif olması ise ikame etkisinin varlığını göstermektedir(McKinnon, 1973: 61).

Shaw(1973)'un çalışmasını temellendirdiği borç aracılığı(debt-intermediation) görüşü ise Gurley ve Shaw(1955)'a dayanmaktadır. Gurley ve Shaw(1955), gelişmişliğin ekonomik sistemde bazı noktalarda borç konularıyla ve finansal varlıkların gelişimiyle ilintili olduğunu belirtmektedir. Finansal varlıkların gelişimi ise ödünç verilebilir fon akımını çeşitlendiren kanallar ve farklı finansal türevler ile yatırım ve tasarrufların kurumsallaşmasına (institutionalization of saving and investment) bağlı olmaktadır(Gurley ve Shaw, 1955: 515).

Gurley ve Shaw'un borç aracılığı görüşü, finansal ve ekonomik gelişmişlik arasındaki karşılıklı ilişki üzerine inşa edilmiştir. Ekonomik gelişmişliğin finansal gelişmişlik ile bağlantısı, finansal araçların(dışsal dolaylı finansman kaynaklarının) ekonomik aktörlere kazançlarının ötesinde bir harcama imkanı sağlaması ile açıklanabilir. Büyüme ise hem tasarruf ve yatırımların kurumsallaşmasını teşvik eder

hem de bu gelişmeden dolayı kendisi de uyarılmış olur. Gelir artışı, zengin varlık sahiplerinin portföylerini çeşitlendirme isteklerini artıracak, finansal yeniliklerin çeşitlenmiş talebe uyum sağlaması ile finansal kurumların borç verme kapasiteleri gelişecek ve sonuçta büyüme oranında artış yaşanmasıyla süreç işlemeye devam edecektir(Studart, 1995: 17).

Gurley ve Shaw(1955)'a göre finansal gelişmişlik ödünç verilebilir fon aracılığını geliştirir ve böylece büyüme oranı desteklenmiş olur. Shaw'a göre reel para talebi fonksiyonu Eşitlik 17'de yer aldığı şekilde gösterilebilir(Shaw, 1973: 62).

$$D_m = l(Y_p, r_c, r, d_n, r_m, t) \quad (17)$$

Eşitlik 17'de yer alan  $r_c$  terimi tüketicinin zaman tercihini,  $r$  fiziki varlık ve kamu borç getiri oranını,  $d_n$  para dışı finansal varlıkların getiri oranını,  $u, p, d$ 'nin toplamına eşit olan  $r_m$  ise paranın getiri oranını vermektedir. Denklemden talep edilen para üzerindeki pozitif etki  $Y_p, r_p, t$  ile ilişkilidir.  $t$ , teknolojik gelişmenin para talebi üzerindeki uyarıcı etkisini içeren, para kullanım alanlarındaki artışı ve ekonomideki monetizasyon sonucu elde edilen kazancı ifade etmektedir. Bu terim, parasal mekanizmadaki büyük gelişmeleri içermekte ve para piyasasına uyarlanmış teknolojik gelişmeler sonucu finansal derinleşmenin etkilerini içinde barındırmaktadır(Shaw, 1973: 62-63).

McKinnon ve Shaw'un yapmış oldukları analizler göz önünde bulundurulduğunda, McKinnon fiziki sermayenin dağılık olması ve dış finansman imkanlarının sınırlı kalışı nedeniyle tasarruf sahiplerinin yüksek getirili yatırımları finanse edebilmeleri için daha çok iç finansmana yöneldiklerini belirtmektedir. Bu yaklaşımda McKinnon, parayı sermaye birikimi için bir kanal olarak kabul eder ve bu nedenle para ve fiziki sermaye arasında bir tamamlayıcılık ilişkisi öngörür(McKinnon, 1973: 59-60). Oysaki Shaw(1973), baskı altındaki bir ekonomide pozitif mevduat faiz oranlarını tasarruf artışı için bir unsur olarak kabul etmekle birlikte McKinnon(1973)'dan farklı olarak dış finansmana vurgu yapar. Mevduatların finansal araçlar için fon kaynağı olma fonksiyonu üzerinde duran Shaw(1973), yüksek mevduat faiz oranlarının verimli yatırımların finansmanında

kullanılmak üzere kredi arzının genişlemesine imkan tanıyarak yatırım harcamalarını uyardığına dikkat çeker.

Fry, bu farklı noktalar dolayısıyla McKinnon(1973) ve Shaw(1973) görüşlerinin birbiriyle uyuşmadığını belirtir. Fry, McKinnon(1973) çalışmasında tüm ekonomik birimlerin iç finansmanı kullandığı ve bu nedenle de McKinnon modelinde yatırımcı ve tasarrufçu ayırımını yapılabilmemenin imkansız olduğunu hatırlatır. Bu nedenle Fry, firma ve hanehalkından hiçbir ekonomik aktörün birinden borç almadığı ve/veya birine borç vermediği için McKinnon ve Shaw görüşlerinin birbirlerine tezat düştüğünü belirtir(Fry, 1995: 29). Ancak Molho, Fry(1995)'in bu söylemine karşı çıkararak McKinnon ve Shaw görüşlerinin farklılaşmadığı, pek çok yatırım projesinde iç finansmanla birlikte dış finansmana da başvurulması nedeniyle iki görüşün aslında birbirini tamamladığına vurgu yapar(Molho, 1986: 108-111).

### 2.2.1.3. McKinnon ve Shaw'un Finansal Liberalizasyon Modeli

Finansal liberalizasyon hipotezi, neo-klasik ödünç verilebilir fonlar teorisinin gelişmekte olan ülkelere göre düzenlenmiş bir modeli olması nedeniyle faiz oranlarının yatırım ve tasarrufların dengeye gelmesi sonucunda belirleneceğini varsayar(Studart, 1993: 294).

McKinnon(1973) ve Shaw(1973) çalışmalarında mevduat ve kredi faiz oranları üzerine tavan konulması biçiminde uygulanan finansal baskı politikaları üzerinde yoğunlaşmışlar ve cari reel faiz oranlarının, tasarruf ve yatırımlar aracılığıyla büyüme rakamlarını etkileyeceğini belirtmişlerdir.

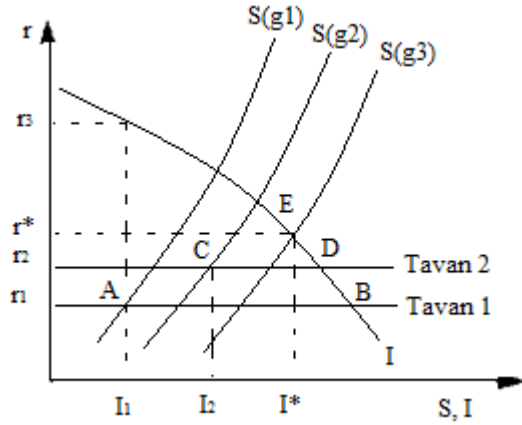
McKinnon ve Shaw modelinde tasarrufların(S), reel faiz oranı(r) ve milli gelirden(g) pozitif yönde etkilendiği ve yatırımların(I) ise reel faiz oranının(r) negatif yönlü bir fonksiyonu olduğu kabul edilmiştir.

$$I = I(r) \quad I_r < 0 \quad (18)$$

$$S = S(r, g) \quad S_r > 0 \quad S_g > 0 \quad (19)$$

Finansal baskı politikaları ile faiz oranları üzerine tavanların tasarruf ve yatırım fonksiyonlarında yol açacağı etkiler Şekil 3 yardımıyla açıklanabilir(Fry, 1989: 15; Gibson ve Tsakalotos, 1994: 586).

**Şekil-3: Faiz Oranı Tavan Politikasının Yatırım ve Tasarruf Hacmi Üzerindeki Etkisi**



Kaynak: Fry, 1989: 15; Gibson ve Tsakalotos, 1994: 586.

Şekil 3'te tasarruf fonksiyonları  $g_1$ ,  $g_2$  ve  $g_3$  biçiminde giderek daha yüksek büyüme oranlarını temsil edecek biçimde grafize edilmiştir. Herhangi bir tavan uygulamasının olmadığı bir durumda denge E noktasında,  $r^*$  faiz oranından gerçekleşmiş ve yatırım ve tasarruflar  $I^*$  düzeyinde birbirine eşitlenmiştir. Bu noktada hükümetin Tavan 1 biçiminde bir tavan politikası uygulayarak  $r^*$  gibi denge düzeyinin altında bir nominal mevduat faiz oranı (tasarruf sahiplerinin almış olduğu faiz oranı) belirlediğini ve ekonomik büyüme oranının ise  $g_1$  olduğunu varsayalım. Bu şartlar altında reel mevduat faiz oranı  $r_1$  ve tasarruf düzeyi ise  $I_1$  olarak gerçekleşecektir. Nominal faiz oranları için böylesi bir tavan uygulaması bankalara kredi faiz oranını serbestçe belirleme imkanı verecektir. Bankaların böylelikle borç verme işlemlerinde belirlemiş oldukları  $(r_3 - r_1)$  kadarlık marj, fiyat dışı rekabette kullanılacaktır(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 586).

Hükümet düzenlemeleri genellikle kredi maliyetlerini azaltarak yatırımların teşvik edilmesini amaçladığından faiz oranı tavanları mevduat faiz oranları kadar kredi faiz oranları için de uygulanabilecektir. Mevduat ve kredi faiz oranları üzerine Tavan 1 şeklinde bir üst limit konulduğu durumda ise  $I_1$  düzeyindeki tasarruf,  $I_1$  kadarlık yatırımı finanse edebilecek ve AB kadarlık hayata geçmeyen yatırım talebi

fazlalığı oluşacaktır. Diğer bir ifadeyle bankalar daha az riskli projelere kredi vereceğinden, AB kadar gerçekleşmeyen yatırım talebi fazlalığı içinde karlı ancak daha fazla risk taşıyan bazı projelere sahip firmaların finansman ihtiyaçları karşılanmayacaktır. Dolayısıyla bankaların kredi verdiği daha az riskli projelerin getiri oranı uygulanan faiz oranı tavanından biraz büyük olacak şekilde gerçekleşecektir(Fry, 1989: 14-16; Gibson ve Tsakalotos, 1994: 586).

Liberalizasyonun faiz oranları üzerinde yaratacağı etkiler faiz oranlarının yükselmesiyle beraber ortaya çıkacaktır. Bu etkilerin nasıl oluştuğunu görmek amacıyla devletin kısmi bir liberalizasyon uygulamasına gittiği ve faiz oranlarının piyasada kendiliğinden oluşacak seviyenin altında ancak Tavan 1 düzeyinin üstünde Tavan 2 olarak belirlendiğini varsayalım. Bu durumda girişimciler beklenen getirisi daha yüksek olan yatırımlara yöneleceğinden artan faiz oranları yatırımların etkinliğini yükseltecektir. Ekonomik büyüme oranı ise böylesi bir durumda  $g_1$ 'den  $g_2$ 'ye yükselecek ve tasarruf fonksiyonu sağa kayarak daha üst seviyedeki  $r_2$  faiz oranından  $I_2$  olacaktır. Bu koşullarda kısmi liberalizasyon sonucu karşılanmayan yatırım talebinin miktarı azalmakla beraber hala CD kadar bir kredi tayinlaması mevcuttur. Hükümet ancak faiz oranlarında tam liberalizasyona gittiğinde kredi tayinlaması yok olacak ve ekonomik büyüme oranı  $g_3$  iken tasarruf-yatırım dengesi ise E noktasında sağlanacaktır(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 586-587).

### 2.2.2. Kapur ve Mathieson Modelleri

Kapur(1976), Galbis(1977) ve Mathieson(1980), finansal baskı modelinden hareketle formülasyonlar aracılığıyla McKinnon-Shaw yaklaşımını daha kapsamlı hale getirerek genişletmişlerdir(Fry, 1989: 16). Kapur, tek sektörlü bir ekonomide Harrod-Domar üretim fonksiyonundan hareketle modelini açıklamıştır(Kapur, 1976: 779-780).

$$Y = \sigma K \quad (20)$$

Eşitlik 20'de yer alan büyüme fonksiyonunda  $Y$  terimi toplam nihai reel çıktı düzeyini,  $K$  ise sabit ve çalışma sermayenin toplamını ifade etmektedir. Emek faktörü çalışma sermayesi kapsamında değerlendirildiği için ayrı bir değişken olarak

fonksiyonda yer almasına gerek duyulmamıştır. Sabit sermaye ile çalışma sermayesinin sabit bir oranda kullanıldığı varsayıldığında  $\alpha$  sabit sermayenin toplam sermaye içindeki payını,  $1 - \alpha$  ise çalışma sermayesinin toplam sermaye içindeki oranını ifade edecektir. Buradan hareketle Kapur(1976)'un çıktı/sermaye( $\alpha$ ) oranını sabit kabul ettiği sonucu çıkarılabilir(Kapur, 1976: 780-781).

Nominal para stokunu temsil eden  $M$ , dolaşımdaki güçlü para olarak tanımlanan rezerv para veya nakit taban( $H$ ) ile kredilerin( $L$ ) toplamından oluşmaktadır. Güçlü para, hükümet tarafından bir transfer ödemesi olarak çıkarılmıştır ve analizde kolaylık sağlaması açısından kamunun yalnızca mevduat tuttuğu varsayılmaktadır. Banka varlıkları( $H$ ), kamunun dolaşımdaki parayı tutmaması durumunda yalnızca zorunlu rezervlerden oluşacak ve mevduatlar ise bankaların tek yükümlülüğü olacaktır.

Böylelikle bankaların kredi arzı ile para stoku arasında bir bağ kurulabilecektir. Sabit zorunlu rezervler( $H/M$ ), aşırı rezerv tutulmadığı bir ortamda banka kredilerinin paraya oranı ( $L/M = q$ ) olarak düşünülürse  $(1 - q)$ 'ya eşit olacaktır. Merkez bankasının güçlü paranın nominal artış hızını, banka kredilerindeki artış oranı ve mevduat parasıyla kontrol ettiğinde  $\Delta H/H = \Delta L/L = \Delta M/M = \mu$  olacaktır.  $\Delta P/P$  yerine  $\pi$ ,  $\Delta M/M$  yerine  $\mu$  ve  $L$  yerine de  $qM$  yazılacak olursa reel terimlerle toplam sermayedeki net artış denklemi Eşitlik 21 olarak yeniden ifade edilebilir.

$$\Delta K = \frac{1}{(1-\alpha)} \left[ \mu q \frac{M}{P} - \pi \theta (1 - \alpha) K \right] \quad (21)$$

$Y/K = \sigma$  ve  $\Delta K/K$ 'ya eşit olan büyüme oranındaki artış( $\Delta Y/Y$ ),  $\gamma$  olarak ifade edildiğinde büyüme denklemi Eşitlik 22 şeklinde ifade edilebilir(Kapur, 1976: 782).

$$\gamma = \mu \frac{\sigma q}{(1-\alpha)} \frac{M}{PY} - \pi \theta \quad (22)$$

Bu eşitliğe göre para miktarındaki artış oranının( $\mu$ ), çıktı/sermaye oranının( $\sigma$ ), kredi/para oranının( $q$ ) ve sabit sermayenin toplam sermaye içindeki payının( $\alpha$ ) ekonomik büyüme oranını pozitif yönde etkileyen değişkenler olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ekonomik büyüme ayrıca paranın dolaşım hızındaki artıştan( $^{PY}/M$ ) dolayı azalış göstermektedir. Yüksek zorunlu karşılık oranı( $1 - \alpha$ ), kredilerin para stokuna oranını( $q$ ) azaltacağından Kapur modeline göre ekonomik büyüme oranında düşüşe yol açacaktır(Fry, 1995: 41-42).

Kapur(1976)'un üretim fonksiyonu ve çalışma sermayesinin toplam sermaye içindeki payının sabit olduğu varsayımını kabul eden Mathieson(1980), sabit sermayenin toplam sermayenin belirli bir oranını( $\theta$ ) oluşturacak şekilde tamamen kullanıldığını ve banka kredileri ile finanse edildiğini kabul eder. Bu bilgiler ışığında toplam reel kredi talebi fonksiyonu Eşitlik 23 olarak yazılabilir.

$$L/P = \theta K \quad (23)$$

Mathieson(1980), sermaye birikim oranının firmaların tasarruf davranışını yansıttığını belirtir ve sermayenin reel sabit getirisi( $r'$ ) ve yatırımın reel kredi faiz oranı( $l - \pi^e$ ) tarafından belirlendiğini kabul eder.

$$\Delta K = s(r' - l + \pi^e)Y \quad (24)$$

Eşitlik 24, banka kredilerine yönelik bir talep oluşturan yatırım oranı fonksiyonunu vermektedir. Mathieson(1980) bu eşitlikten hareketle  $Y/K$  yerine  $\sigma$  yazarak ve eşitliğin her iki tarafını  $K$ 'ya bölerek büyüme oranı fonksiyonunu elde etmektedir.

$$\gamma = s(r' - l + \pi^e)\sigma \quad (25)$$

Kredi arzı ise mevduat talebi ve zorunlu rezerv oranı tarafından belirlenmektedir. Kapur(1976) tanımlamasında olduğu gibi rezerv oranı ( $l - q$ ) olarak yazıldığında Eşitlik 26'ya erişilebilir.

$$L/P = q(D/p) \quad (26)$$

Eşitlikte yer alan  $D$ , mevduat düzeyini ifade etmektedir. Mevduat talebini veren eşitlik ise şu şekilde dönüştürülebilir:

$$D/P = f(d - \pi^e)Y \quad (27)$$

Durağan durumda kredi arzı ve kredi talebinin eşitlenmesi denge mevduat faiz oranını verecektir. Kapur(1976) modelindeki para talebi fonksiyonu kullanılarak denge mevduat faiz oranı Eşitlik 28 olarak ifade edilebilir(Fry, 1995: 49-50):

$$Ye^{\alpha(l+\pi^e)} = (\theta/q)K \quad (28)$$

Beklenen enflasyon oranının( $\pi^e$ ) gerçekleşen enflasyon oranına( $\pi$ ) eşit olduğu kabul edilirse denklem Eşitlik 29'a dönüştürülebilir:

$$d = \mu - \gamma + (1/\alpha)\log(\theta/q\sigma) \quad (29)$$

Para talebi fonksiyonunda  $d$  ve  $\pi^e$ 'nin birbirine eşit olduğu kabul edilirse rekabetçi serbest piyasada denge reel mevduat faiz oranı( $d - \pi^e$ ), beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranları birbirine eşit olduğu zaman durağan durumda enflasyon oranı sabit(değişmez) kalacaktır. Mathieson modelinde bu değişmezliğin nedeni olarak kredi talebinin faiz oranına karşı tamamen inelastik olması gösterilmektedir. Kapur modelinde ise buna karşıt olarak kredi talebi faiz oranına karşı sonsuz esnek bir yapıdadır. Mathieson modelinde yüksek zorunlu rezerv oranı mevduat faiz oranı, reel para talebinde artışa yol açacaktır. Bu da aynı zamanda yatırım ve büyüme oranlarında azalışa yol açan denge kredi oranı( $l$ ) üzerinde artırıcı bir etkiye sahiptir(Fry, 1995: 49-50).

Kapur ve Mathison modellerindeki kredi talebi esnekliğiyle ilgili farklılık kredi kullanımındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Kapur modelinde banka kredileri yalnızca çalışma sermayesi için kullanılmaktadır ve sermaye zaman içinde tükendiği halde kredi geri ödemeleri devam etmektedir. Çalışma sermayesinin reel getirisi  $r^*$  düzeyinde sabitlendiğinden çalışma sermayesinin finansmanı için kullanılacak banka kredi talebi, bu oranda sonsuz esnek olacaktır. Mathieson banka kredi talebinin sermaye stokunun yalnızca bir bölümü olduğunu varsayar. Kredi

oranı yatırım stokundaki değişmeleri etkiler ancak bu etki düzeyi her zaman aynı olmamaktadır. Böylelikle kalan kredi tutarı cari kredi faiz oranına karşı duyarsız olmaktadır(Fry, 1995: 50).

Açık ekonomi durumunda Kapur(1983) ve Mathieson(1979) tarafından yapılan açıklamalar ise kapalı ekonomi modelinin bir uzantısı niteliğindedir. Ancak finansal baskı modelinin açık ekonomilere uyarlanmış versiyonunda döviz kuru ek bir politika aracı olarak modele ilave edilmiştir(Fry, 1995: 53).

Kapur, kapalı ekonomide kullandığı çalışma sermayesi fonksiyonuna ithal edilmiş ara girdiyi de dahil ederek, toplam çalışma sermayesinin yurtiçindeki çalışma sermayesi( $K_{wd}$ ) ve ithal edilmiş girdi akımından( $K_{wf}$ ) oluştuğunu varsaymıştır. Nisbi girdi fiyatları üzerinden maliyet minimizasyonunu sağlayan optimal girdi oranı şu şekilde ifade edilecektir(Kapur, 1983: 46).

$$\frac{K_{wf}}{K_{wd}} = \frac{(1-\alpha)}{\alpha} \frac{P}{e_N} = \frac{(1-\alpha)}{\alpha} \frac{1}{e_r} \quad (30)$$

Eşitlik 30'da yer alan  $e_r = (e^N/P)$  reel döviz kurunu temsil etmektedir. Çalışma sermayesinin fiyatı Eşitlik 31 olarak formülize edilebilir.

$$P_w = \alpha^{-\alpha} (1-\alpha)^{\alpha-1} \cdot P^\alpha \cdot e_n^{1-\alpha} \quad (31)$$

Toplam çalışma sermayesindeki artış oranını veren eşitlik ise şu şekildedir:

$$K = \left( \frac{1}{1-\alpha} \right) \left( \frac{L - P_w \theta (1-\alpha) K}{P_w} \right) \quad (32)$$

Eşitlik 32, çalışma sermayesine yönelik yatırımların yalnızca ticari bankalardan borçlanma yolu ile finanse edildiğini teyit etmektedir.  $\gamma$ , büyüme oranını ifade etmek üzere çıktı artışını veren denklem ise şu şekilde yazılabilir(Kapur, 1983: 49-50).

$$\gamma = \mu g e^{-w} e_R^{(\alpha-1)} - \theta \left[ \pi + (1-\alpha) \cdot \frac{e'_R}{e_r} \right] \quad (33)$$

Mathieson ise uzun dönem modelinde Phillips eğrisinden faydalanmıştır.  $Q$ , reel bazda toplam talebi,  $Y$  ise toplam reel arzı temsil etmektedir(Fry, 1995: 55).

$$\pi = \varphi \log(Q/Y) \quad (34)$$

Mathison'un açık ekonomi modelinde rasyonel bekleyişlerin benimsenmesi nedeniyle( $\alpha$ , nominal döviz kurundaki değişimdir)  $\pi^e = \pi$  ve  $\alpha^e = \alpha$  modeldeki dinamik ayarlamaların tek kaynağı niteliğindedir.  $\pi$  ise yurtiçi malların fiyatlarındaki değişim oranını ifade etmektedir. Yurtiçi çıktıya yönelik talep, yurtiçi gelirin( $Y$ ), yurtdışı gelirin( $Y_f$ ), beklenen enflasyon oranının( $\pi^e$ ) ve döviz kuru( $e_n$ ) kullanılarak ulusal para birimine dönüştürülmüş yurtiçi malların( $P$ ) yabancı mallara( $P_f$ ) göre nisbi fiyatının bir fonksiyonudur(Fry, 1995: 55).

$$\log(Q) = \tau_0 - \tau_1 \log\left(\frac{P}{e_n P_f}\right) + \tau_2 \log(Y) + \tau_3 \pi^e + \tau_4 \log(Y_f) \quad (35)$$

Eşitlik 35'te yer alan  $\tau_0, \tau_1, \tau_2, \tau_3$  ve  $\tau_4$ 'ün tamamı pozitifdir ve fiyatlar genel düzeyi olarak tanımlanan  $P_g$  şu şekilde ifade edilebilir.

$$P_g = P^s (e_n P_f)^{1-s} \quad (36)$$

Eşitlik 36'daki  $\varepsilon$  parametresi, yurtiçi malların fiyatlarıyla ilgili ağırlıklardır. Kredi talebi fonksiyonunun  $L/P_g = \theta K$  ve sermaye birikimi fonksiyonunun  $\pi_g^e$  genel enflasyon oranını temsil etmek üzere  $\Delta K = s(r' - l + \pi_g^e)Y$  olduğunu hatırlayalım. Bu denkleme  $d_w$ , yabancı malların getirisini temsil etmek üzere yabancı mevduat şeklindeki finansal varlıklar ikame edildiğinde Eşitlik 37 elde edilir(Fry, 1995: 55).

$$D/P_g = f(d - \pi_g^e, d_w + \alpha^e - \pi_g^e)Y \quad (37)$$

Modelde tüm paranın mevduat olarak tutulduğu ve yüksek güçlü paraya yönelik mevduat oranının( $H$ ) sabit olduğu kabulü vardır.  $D = (1 - q)H$ . Yüksek güçlü para ise Kapur modelinde olduğu gibi tanımlanmıştır. ( $H = C + R$ ). Mathieson yanıltıcı şekilde yüksek güçlü paranın( $H$ ), yurtiçi kredi( $DC$ ) ve rezervlerin toplamından oluştuğunu varsayar. Ancak  $DC$ ,  $L$ 'ye ilave edilmediğinden

dolayı kredi değildir. Bunun yerine Mathieson *DC*'yi bir transfer ödemesi olarak ortaya koyar(Fry, 1995: 56).

### **2.3. Finansal Liberalizasyonun Başarı Koşulları ve Optimal Sıralaması**

McKinnon ve Shaw'un finansal liberalizasyon hipotezinde finansal piyasaları baskı altında tutan uygulamaların gelişmekte olan ülkelerde çıktı hacmi üzerinde kayıplara yol açacağı ve bu nedenle yüksek zorunlu karşılık oranı ve faiz tavanı gibi politikaların terk edilmesinin gerekliliğine dikkat çekilmektedir(Bencivenga ve Smith, 1992: 255). Ancak pek çok kez finansal piyasalarını liberalize etme girişiminde bulunmuş ekonomilerin öngörülen bu olumlu sonuçlara ulaşmada hayal kırıklığına uğraması ve yeniden baskı altında tutulan, içe dönük bir kalkınma stratejisi izlemeye başlaması, liberalizasyonda neyin hatalı yapıldığının araştırılmasını zorunlu kılmıştır(Edwards, 1984: 1).

1970'li yılların sonlarında finansal reformlarla sermaye işlemleri hesabını hızlı bir biçimde liberalize eden Arjantin ve Şili'nin bu girişimlerinin başarısızlıkla sonuçlanması, liberalizasyonla ilgili bazı temel dinamiklerin tam anlamıyla kavranamadığını göstermiştir. Böylesi olumsuz bir tecrübenin yaşanmış olması, "ekonomi ne hızla liberalize edilmeli" ve "liberalizasyonda nasıl bir sıralama takip edilmeli" sorularını gündeme taşımıştır(Edwards ve Edwards, 1991: 175).

Liberalizasyonun sıralamasında temel görüş, yurtiçi mal piyasalarının öncelikli olarak liberalize edilmesidir. Ancak yurtiçi fiyatlarının serbestleştirilmesinin ardından yurtiçi finansal sistem liberalizasyonuna doğru adımlar atılabilir(Edwards ve Edwards, 1991: 176). Finansal sisteme ilişkin düzenlemelerin terk edilmesi öncesinde, işçi-işveren düzenlemelerinin yapılmış olması, mali ve parasal dengesizliklerin giderilmesi(de Swaan, 1999: 163), ulusal bankacılık sistemi için düzenleyici ve denetleyici sağlam bir finansal yapının tesis edilmesi ve makroekonomik istikrarın sağlanması zorunlu ön koşullar olarak ortaya çıkmaktadır(Williamson ve Mahar, 2002: 47).

Yurtiçi sermaye piyasalarında faiz oranlarının düşük düzeyde belirlendiği baskı altında tutulan bir ekonomide sermaye işlemleri hesabının liberalizasyonu, yabancı piyasalarda yüksek faiz oranından kazanç arayışına giren yurtiçi fonların ülkeden kaçışına yol açacaktır. Ekonomiyi bu tür olumsuz sonuçlardan korumak için sermaye işlemleri hesabının ancak yurtiçi sermaye piyasasının liberalize edilmesi ve faiz oranlarının yükselmesinin ardından serbestleştirilmesine dikkat edilmelidir(Edwards ve Edwards, 1991: 178).

Hükümetlerin ulusal ekonomideki mali, parasal ve döviz kuru politikalarını kritik önemlerine göre bir sıralamaya tabi tutarak ve ülke koşullarını göz önünde bulundurarak başarılı bir biçimde yurtiçi liberalizasyonu tamamlamasının ardından dış liberalizasyonun da kendi içinde uygun bir sıralaması mevcuttur(McKinnon, 1991: 4).

Geleneksel görüşte McKinnon(1973, 1991), Edwards(1984) ve Edwards ve Edwards(1991), ödemeler bilançosu sermaye hesabının yurtiçi finansal sistem ve cari işlemler hesabının ardından liberalize edilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Bu konuda McKinnon, mal ve hizmet ticaretinin serbestleştirilmesinin ardından sermaye işlemlerinin serbestleştirilerek ülkeye aşırı yabancı sermaye girişinin önleminin alınması gerektiğini belirtmiştir(McKinnon, 1973: 161). Ticari liberalizasyon sürecinde sermaye hesabına yönelik bir kontrol getirilmezse ülkeye giren sermaye öncelikle ciddi cari işlemler açığına neden olacak ve reel döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açacaktır. Bu durum liberalizasyonun başarıya ulaşması için yerli paranın devalüasyonunu gerekli kılacaktır. Devalüasyon sonucu paranın değer yitirmesi yeni nisbi fiyat yapısı dolayısıyla ihracatçı sektörlerde bir patlamaya yol açacaktır. Ancak sermaye işlemleri hesabına bağlı olarak bu devalüasyon engellenir veya yerli paranın aşırı değerlenmesine izin verilirse, ticareti yapılan mal sektörlerindeki karlılık kısıtlanacak ve ticareti yapılmayan sektörlerde bir talep patlaması yaşanacaktır(Edwards, 1984: 8-12; Edwards ve Edwards, 1991: 178-181). Bu nedenlerden ötürü sermaye ve cari işlemler hesabının eş zamanlı olarak liberalize edilmesinden kaçınılmalı ve mal ve sermaye piyasalarının liberalizasyonunun farklı hızlarda birbirine uyarlandığı hatırlanarak tutularak cari işlemler hesabının ardından

sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gerektiğine dikkat edilmelidir(Frenkel, 1982: 99-102).

Diğer bir kısım iktisatçı ise, ödemeler dengesi cari işlemler hesabı ve sermaye hesabının liberalizasyonunda önceliğin bir önemi olmadığı ve cari işlemler ve sermaye hesabının eşzamanlı olarak liberalize edilebileceğini önermişlerdir. Bu görüşü paylaşan Little vd.(1970), Michaely(1986) ve Krueger(1984)'e göre sermaye hesabı liberalizasyonu her durumda yerli para da bir değerlenmeye yol açacaktır. Önemli olan nokta, sermayenin kıt olduğu ülkelerde öncelikle korumanın azaltılması gerektiği ve faiz oranı düşürülerek sermaye girişinin önüne geçilmesidir(Hanson, 1996: 340).

Bu görüşe göre piyasa başarısızlığı ve piyasada yapışkanlığın olmadığı tüm piyasalar eş zamanlı ve aniden serbestleştirilmelidir. Ancak gerçek dünya koşullarında bu görüşün uygulanabilirliğine mani olan siyasi ve ekonomik pek çok faktör mevcuttur. Edwards ve Edwards, liberalizasyon sıralamasında dikkat edilmesi gereken üç noktanın olduğuna işaret eder. Bunlar(Edwards ve Edwards, 1991: 177):

- Liberalizasyon konusunda ilk dikkat edilmesi gereken husus, liberalizasyonun sıralaması, makroekonomik yönetim ve reel döviz kuru arasındaki ilişkidir.
- İkinci önemli nokta alternatif liberalizasyon sıralamalarının refah düzeyi üzerinde yol açacağı etkilerdir.
- Üçüncüsü ise liberalizasyon sıralamasının alternatif maliyetidir.

En optimal dış finansal liberalizasyon sıralaması için McKinnon, ödemeler dengesi cari işlemler hesabının uluslararası sermaye hareketleri hesabından daha önce liberalize edilmesi gerektiğini vurgulamasına rağmen(McKinnon, 1991: 7) yanlış yönlendirilmiş ticaretin varlığında serbestleştirilen sermaye hesabı, refahı olumsuz yönde etkileyen sonuçlar yaratabilecektir. Bunun nedeni, yurtdışından sağlanan fonların yatırım artışında kullanılması neticesinde daha önceden var olan bozuklukları daha da şiddetlendirmesidir (Edwards ve Wijnbergen, 1986: 147).

Farklı ülkelerin liberalizasyon tecrübeleri, liberalizasyonun sıralaması konusunda belirli kuralların olmadığını göstermekle birlikte Ishii vd., liberalizasyonun sıralaması konusu temelinde yapılan uygulamalı çalışmalardan derlediği on temel ilkeyi açıklamaktadır. Finansal liberalizasyonun sıralamasında dikkat edilmesi gereken temel unsurlar şunlardır(Ishii, 2002: 16-18):

- Finansal liberalizasyona uluslararası sermaye akımları üzerindeki kontrollerin kaldırıldığı veya daha genel bir ifadeyle finansal liberalizasyona sürdürülebilir makroekonomik politikaların ve sağlıklı bir ekonomik yapının varlığında geçilmelidir.
- Makroekonomik istikrarı destekleyen ve güçlendiren finansal sektör reformları öncelikli olarak uygulamaya konmalıdır.
- İşlevsel olarak bağlantılı ve birbirini destekleyen finansal sektör reformları birlikte uygulanmalıdır.
- Ekonomik düzenleme ve denetleme ile finansal sistemin yeniden inşasına yönelik politikalar, finans sektöründe istikrarı artırmak ve liberalizasyon sürecinde risk yönetimine yardımcı olmak için piyasanın gelişimi ve rekabet etkinliğini artırmayı amaçlayan diğer finansal reformlarla bütünleştirilmelidir.
- Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinde liberalizasyonun beraberinde getireceği risk, araç ve sektör itibarıyla sıralamaya tabi tutulmalıdır.
- Finans sektörü dışındaki sektörlerin mali yapısıyla ilintili koşullar reformların hızında göz önünde bulundurulması gereken diğer önemli noktalar.
- Teknik hazırlık ve gerekli kapasitelerin tesisi, belirli bir gecikme ile hayata geçirileceğinden reformlara daha erken başlanılmalıdır.
- Reformlar, sermaye akımları üzerindeki kontrollerin geçerliliğini dikkate almak zorundadır. Etkin olmayan bir kontrol uygulaması durumunda da bu kontrollerin kaldırılmasında aceleci davranılabilmektedir.
- Liberalizasyonun hızı, zamanlaması ve sıralamasında siyasi ve bölgesel faktörler de göz önünde bulundurulmalıdır.

- Parasal ve finansal şeffaflığın sağlanmasına yönelik veri yayınlama ve işlevsel ve kurumsal düzenlemeler, sermaye hesabının liberalizasyonunu destekleyecek şekilde uyarlanmalıdır.

Liberalizasyon bu denli cazip görülen bir politika önerisi olmasına rağmen aynı zamanda neden sınırlı sayıda liberalizasyon girişiminin başarıya ulaştığı sorusunu da akıllara getirmektedir. Bu soruya yanıt olarak Edwards, dört farklı neden önermektedir(Edwards, 1984: 1). Bunlardan ilki, liberalizasyon sürecinin ekonominin genelinde refah kazanımına yol açtığı durumlarda bile bazı sektörlerin refah kazanımından olumlu etkilenmesine rağmen bazılarının olumsuz yönde etkilenebileceğidir. Refah kaybı yaşayan sektörlerin siyasi olarak güçlü olmaları halinde liberalizasyon girişimi sektöre uğrayacaktır. Ayrıca kısa vadede kayba uğrayan veya kazanım sağlayan sektörlerin uzun vadedeki durumları da değişiklik gösterebilecektir. İkinci olarak, kısa vadedeki katılıklar ve uyarlanma maliyetleri nedeniyle kısa dönemde çıktı hacmi azalış gösterebilir. Bu kayıpların büyük olması durumunda hükümetler liberalizasyon sürecini sürdürmeye istekli olmayacaklardır. Üçüncü olarak, pek çok kez liberalizasyon girişimiyle enflasyonu azaltma ve ödemeler dengesi krizini çözmeyi amaçlayan önemli istikrar programlarının aynı zamanda uygulanmaya konduğu görülmektedir. İstikrar programları ile liberalizasyon uygulamasının yol açtığı olumsuzlukların birbirine karışması da liberalizasyona karşı direncin bir diğer nedenini teşkil eder. Son olarak ise baskıcı ve liberalize edilmiş ekonomiler arası geçiş, yanlış yönetim nedeniyle makroekonomik açıdan ilave maliyetlere yol açabilecektir(Edwards, 1984: 1-3)

#### **2.4. Finansal Liberalizasyon Yaklaşımına Yönelik Eleştiriler**

Mckinnon-Shaw hipotezi, neo-klasik iktisadi düşüncenin bir yansıması olarak devletin faiz oranlarını eşitlemek maksadıyla piyasaya müdahale etmemesi halinde yatırım ve tasarrufların her zaman dengeye geleceği görüşü, iki noktada eleştiriye maruz kalmıştır. Bu eleştirilerden ilki, keynesyen düşüncede belirtildiği üzere bekleyişlerin etkisi nedeniyle piyasaların kendiliğinden dengeye gelmeyeceği ve tasarruflardaki artışın yatırımlarda herhangi bir yükselişe yol açmayacağıdır. Yatırımlar, faiz oranları ve geleceğe ilişkin talep beklentisi yanında hayvani dürtülere

de bağımlıdır ve bu açıklama neo-klasiklerin tasarrufların her zaman yatırımlara dönüşeceği görüşüne meydan okumaktadır(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 603-604).

Mckinnon-Shaw hipotezine yönelik yapılan ikinci önemli kritik ise kurumların rolü ve bu kurumların ekonomik performans üzerinde hiç etkisi olmadığını varsaymasıdır. Neo-klasik düşüncede kurumların genellikle ekonomide rant davranışlarını teşvik ederek olumsuz etkiler yarattığı düşünülmektedir. Ancak sayısı giderek artan pek çok çalışma, kurumların bilgi toplama ve belirsizliği azaltmada kritik önemi olduğunu belirtmektedir(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 604). Ayrıca Mckinnon-Shaw yaklaşımında kredi piyasasındaki içsel koşulların göz önünde bulundurulmaması ve gelişmekte olan ülkelerde sıkça görülen oligopolistik ve kartelleşmiş bankacılık sistemine yönelik değerlendirmelerin yapılmaması da eleştiriye mahal veren bir diğer noktadır(Cho, 1986: 191).

Ancak 1980'li yıllarla birlikte finansal liberalizasyon hipotezinin öngörülleri, faiz oranlarındaki artışın tasarruf, yatırım, çıktı hacmi ve büyüme oranları üzerinde olumsuz etkilere yol açabileceği belirtilerek sorgulanmaya başlanmıştır. Buffie (1984), Lim (1987), Taylor(1983) ve van Wijnbergen (1983, 1985) yapmış oldukları çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerdeki etkin kurumların sayıca az olması nedeniyle finansal sektör üzerinde hükümet kontrolünün gerekliliğine dikkat çekmişlerdir. Hatta van Wijnbergen (1985), yeni sanayileşmiş bazı ülkelerde finansal piyasalara müdahalenin refahı artırıcı etkisi olabileceğini belirtmektedir(Denizer vd., 1988: 4).

Neo-klasik yaklaşıma yapılan tutarlı eleştirilerin ilkinde neo-yapısalcılar ve post-keynesyenler, liberalizasyonun çıktı hacmi, enflasyon ve büyüme oranına etkileri üzerinde durarak liberalizasyon politikalarına karşı çıkan açıklamalarda bulunmuşlardır. İkinci grup eleştiride ise daha çok finansal piyasalar üzerindeki mikro ekonomik başarısızlıklar analiz edilmiştir(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 605). Finansal liberalizasyonun mikro ekonomik düzeyde sebep olduğu başarısızlıklara ilişkin en sistemli açıklamalar ise Stiglitz ve Weiss(1981) tarafından yapılmıştır(Arestis ve Caner, 2004: 6).

### 2.4.1. Neo-Yapısalıcı Görüş

1970'li yılların sonlarında McKinnon-Shaw tarafından temeli atılan finansal liberalizasyon modeli, ilk olarak neo-yapısalıcılar tarafından yoğun eleştiriye maruz kalmıştır. Neo-yapısalıcılar kullanmış oldukları tekniklerle finansal liberalizasyon uygulamalarının McKinnon ve Shaw tarafından öngörülenin tam aksi yönde sonuçlar vereceğini belirtmişlerdir(Fry, 1989: 18). Yapısalıcılara göre McKinnon-Shaw'un öngördüğü biçimde liberalizasyon sonrası fonların organize olmamış finansal piyasalardan bankacılık sektörüne aktarılması, firmalara sunulan kredi arzının daralması anlamına gelecek ve finansal liberalizasyondan beklenen pozitif etkiyi geçersiz kılacaktır(Gupta ve Lensink, 2003: 58).

1980'li yıllarla birlikte McKinnon ve Shaw okulunun öngörülerine sistematik eleştiri getiren Buffie(1984), Kohsaka(1984), Taylor(1983) ve van Wijnbergen(1982, 1983) gibi iktisatçılar, neo-yapısalıcılar olarak isimlendirilmişlerdir. Neo-yapısalıcılar, mark-up fiyatlama, maliyet enflasyonu modeli ve keynesyen düzeltme mekanizmasının işlerliğinde, finansal liberalizasyonun McKinnon ve Shaw'un öngördüğünün aksi yönde sonuçlar vereceğini belirtmişler ve para arz ve talebi ile kredi arz ve talebini dengeye getirecek olan nominal faiz oranının kurumsal olmayan kredi piyasasında(curb market) oluşacağını varsaymışlardır(Fry, 1994: 109).

Gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış yapısalıcı modelde belirli bir mekanda faaliyet göstererek borç veren ve tasarrufçu kesim ile yatırımcılar arası aracı işlevi gören kuruluşlar, organize olmayan kredi piyasaları(curb markets) olarak tanımlanmışlardır. Bu kurumlar, finansal aracılık sürecinde zorunlu karşılık gibi bir tutar ayırmak zorunda kalmadıklarından Taylor(1983) tarafından sıklıkla "rekabetçi ve hareketli" olarak görülürler(Fry, 1989: 18). Ticari bankaların zorunlu karşılıklara tabi olması, özel sektöre verilecek kredi miktarını sınırlayacaktır. Mevduat faiz oranlarındaki bir artış, mevduata yönelik talebi genişletirken nakit ve organize olmamış piyasa kredilerine yönelik talebi daraltacaktır. Sonuçta yükselen faiz oranlarının kredi verilebilecek fon miktarını azaltması, kısa vadede ekonomik büyüme oranını negatif yönde etkileyecektir(Cho, 1990:478). Eğer bu mevduatların organize olmayan piyasa kredisine ikamesi, nakit ikamesinden daha önemli ise

organize olmayan piyasadaki faiz oranını bir miktar yükseltecektir(van Wijnbergen, 1983: 440-444; Fry, 1995: 111).

van Wijnbergen'e göre organize olmamış finansal piyasalar, bankaların sağladığı aracılık hizmetinden de daha fazlasını sunmaktadır. Bu tür piyasaların zorunlu karşılıklara tabi olmamasından dolayı, zorunlu karşılık ayırma yükümlülüğü olan bankaların organize olmayan finansal piyasalardan daha az sermaye birikimi yaratacağı belirtilmiştir. van Wijnbergen, sermayeye dönüşümü yüksek olan verimli yatırımların varlığının ekonomide vadeli mevduattan daha önemli olduğunu belirterek, neo-klasik görüş mensubu McKinnon ve Shaw tarafından iddia edildiği gibi finansal liberalizasyon ve sonucunda bankacılık sektörünün gelişiminin, ekonomide genişleyici etki yapmayacağını savunmaktadır(van Wijnbergen, 1983: 435).

van Wijnbergen, finansal liberalizasyonun etkilerini Tobin'in portföy tercih teorisine dayandırarak hanehalkı sektörünün davranışları üzerinden açıklamaya çalışmıştır. Bu analizde hanehalkının toplam servetini(W), nakit(CC), vadeli mevduat(TD) ve organize olmayan para piyasası aracılığıyla iş sektörüne verilen doğrudan kredi(L<sub>h</sub>) arasında tahsis edeceği varsayılmıştır(van Wijnbergen, 1983: 435-436; Fry, 1995: 111).

$$CC = f^c(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (38)$$

$$TD = f^{td}(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (39)$$

$$L_h = f^l(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (40)$$

Eşitlik 38, 39 ve 40'ta yer alan ifadelerde  $\pi$  enflasyon oranını;  $i$  organize olmayan piyasadaki nominal faiz oranını;  $r_{td}$ , reel mevduat faiz oranını ve  $y$  ise geliri temsil etmektedir. Belirli bir servet düzeyinde, nakit ve vadeli mevduat talebi ile gelir arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu için hanehalkı sektörünün organize olmayan piyasaya sunduğu fon arzı ile gelir arasındaki ilişki negatif yönlü olacaktır.

Firmaların kredi talebi ise faiz oranından bağımsız bir şekilde reel ücretler ve çıktı hacmi tarafından belirlenecektir. Kredi talebi, organize olmayan piyasada tamamen inelastiktir. van Wijnbergen modelinde vadeli mevduat faiz oranındaki değişimin mal piyasasında bir etkisi olmadığı varsayılırken, para piyasasında iki etkisi olduğu düşünülmektedir. Bu etkilerden ilki, mevduat faiz oranlarındaki yükselişin para talebini artırması iken diğeri ise paradan vadeli mevduata geçişin para arzını genişletmesidir(Fry, 1995: 112).

Liberalizasyon uygulaması sonucu mevduat faiz oranlarındaki yükselişin kredi arzı üzerinde yaratacağı etkiler bazı faktörlere bağlı olacaktır. Mevduat faiz oranlarındaki yükseliş, portföylerin nakitten vadeli mevduata kaymasına yol açacağı için kredi arzı genişleyecektir. Ancak mevduat faiz oranlarındaki yükseliş organize olmayan piyasadaki kaynakların vadeli mevduata aktarılması sonucunu doğurursa, bu takdirde kredi arzı büyük ihtimalle azalış gösterecektir. Kredi arzındaki daralmanın boyutu ise resmi bankacılık sistemindeki zorunlu karşılıklara bağlı olacaktır. Neo-yapısalcıların daha çok üzerinde durduğu bu ikinci durum, mevduat faiz oranlarındaki yükselişin organize olmayan piyasadan kaynak çıkışına yol açmasıyla kredi arzı ve ekonomik büyüme üzerindeki daraltıcı sonuçları dolayısıyla McKinnon ve Shaw'un öngörülerinin geçersiz olmasının temel nedenidir(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 610).

Neo-yapısalcı eleştirinin bir diğeri önemli ismi olan Taylor ise hanehalkının elinde bulunan fonları üç farklı varlık türü arasında (mevduat, üretken olmayan sermaye ve organize olmayan piyasalar aracılığıyla verilen kredi) tahsis edeceğini varsayar(Taylor, 1983: 92).

Taylor(1983), McKinnon ve Shaw'un finansal liberalizasyonun etkileri konusunda iki noktada hatalı olduğunu belirtmektedir. Bunlardan ilki, tasarruf eğilimindeki artışın toplam talebi düşüreceği ve ekonomide daralmaya neden olacağıdır. İkinci hatalı oldukları nokta ise banka mevduatlarının reel mevduat faiz oranlarındaki artış sonrası yükseleceğine yönelik beklentidir. Bu noktada Taylor(1983), kredi kullanımının mevduatların kaynağına bağlı olduğunu belirterek altın, mücevher gibi üretken olmayan varlıkların banka mevduatına yönelmesinin

kredi kullanımını pozitif yönde etkileyeceğini varsayar. Ancak bankacılık sektörüne aktarılan mevduatların organize olmayan finansal piyasalardan geldiği düşünüldüğünde ise toplam kredi arzı, organize olmayan piyasaların aksine bankacılık sektörünün zorunlu karşılıklara tabi olması nedeniyle daralacaktır(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 609).

Bu çerçevede finansal liberalizasyonun yol açacağı makroekonomik sonuçların bir değerlendirmesi yapıldığında liberalizasyon uygulamalarının ekonomi için çok faydalı olmayacağı açıktır. Yükselen faiz oranlarının firmalar için çalışma sermayesinin maliyetini yükseltmesi, çıktı hacminde düşüşe yol açacak ve yükselen faiz oranlarının tasarruf eğilimini teşvik etmesiyle toplam talep hacmi de daralmış olacaktır. Üretimdeki daralma sonucu fiyat düzeyinin yükselerek enflasyonun ortaya çıkması ise kaçınılmaz bir son olacaktır(van Wijnbergen, 1983: 441-442).

Cho, gelişmekte olan ülkeler için birbirine zıt politika önerilerinde bulunan McKinnon-Shaw ve neo-yapısalcı görüşün aslında finansal liberalizasyon konusunda fikir ayrılığına düşmedikleri, birbirlerinden ayrıldıkları noktanın finansal liberalizasyona yaklaşımları olduğunu belirtmektedir. Her iki görüşte de ortak olarak gelişmekte olan ülkelerdeki resmi finansal piyasanın bankacılık sektörü olduğu ve organize olmamış bir finansal yapılanmanın da varlığı kabul edilmektedir. Ancak bu iki görüş arasındaki temel farklılık, bankacılık kesiminin etkinliği ve organize olmayan finansal piyasanın kaynak dağılımındaki aracılık rolü noktasında ortaya çıkmaktadır. Neo-yapısalcılar da etkinlikten uzak ve baskı altında tutulan sektörlerin serbestleştirilerek daha etkin kılınmasını savunurken aslında McKinnon ve Shaw ile aynı görüşü paylaşmaktadırlar. Ayrıldıkları nokta ise McKinnon ve Shaw'un informal sektörden daha etkin olan bankacılık kesiminin liberalize edilmesini savunurken, neo-yapısalcılara göre daha etkin işlev gösteren organize olmayan piyasaların zaten liberalize edilmiş durumda olmalarıdır(Cho, 1990: 477-478).

Neo-yapısalcıların McKinnon-Shaw görüşüne karşı çıkararak farklı bir politikayı önermelerine neden olan organize olmayan finansal piyasaların bankacılık kesiminden daha çok aracılık fonksiyonu yerine getirdiği argümanı Cho tarafından analiz edilmiş ve bu bağlamda neo-yapısalcıların savunduğunun aksine bankacılık

kesiminin aracılık fonksiyonunu daha iyi ve etkin bir şekilde yerine getireceği belirtilmiştir. Cho, organize olmayan finansal piyasaların da aracılık hizmeti sunmak ve topladığı mevduatı kredi verebilmek için aslında belli bir miktar kaynak ayırmak zorunda olduğuna dikkat çekerek, böylesi bir uygulamanın olmaması halinde bu piyasaların faaliyette bulunmadığı anlamına geleceğini savunmaktadır. Bankacılık sisteminde ayrılan zorunlu karşılıklar konusunda ise Cho, bu oranın ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte çok büyük bir değer olmadığı belirtmiştir. Ayrıca organize olmayan finansal sistemlerin iflas durumlarına ilişkin olarak herhangi bir teminat verememesi, bu piyasaların bankacılık kesiminden daha çok aracılık hizmeti sunduğu ve kredi verdiği hipotezini de çürütmüş olmaktadır(Cho, 1990: 478-479).

#### **2.4.2. Post-Keynesyen Görüş**

McKinnon ve Shaw hipotezine post-keynesyen görüş tarafından yöneltilen eleştirilerde ekonomik büyümenin belirleyicilerinden biri olan efektif talebe vurgu yapılmış ve bu görüş temel olarak finansal liberalizasyonun efektif talebi ve ekonomik büyümeyi azaltacağı fikri üzerine inşa edilmiştir. Efektif talep ise gelir dağılımının etkilediği ve sermaye birikimini etkileyen bir parametredir. Post-keynesyenler, McKinnon ve Shaw'un neo-klasik öngörülerine karşı çıkararak yatırım ve tasarruf fonksiyonlarını birbirinden ayırmışlar ve bunun sonucu olarak finansal liberalizasyonun çıktı ve büyüme hacminde azalışla birlikte finansal istikrarsızlığa da yol açabileceğinden bahsetmişlerdir(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 606).

Post-keynesyen yaklaşımda yatırımlarla tasarrufların piyasa faiz oranında dengeye geleceği kabul edilmektedir. Yatırım kararının, gelecekteki talebe yönelik beklentiler ve siyasi istikrar gibi pek çok faktöre bağlı olduğu düşünülürken, tasarrufların faiz oranından ziyade gelirin bir fonksiyonu olduğu öngörülmüştür. Bu nedenle tasarruflardaki bir artış mutlak bir yatırım artışı anlamına gelmemektedir. Ayrıca bilgi asimetrisinin, dışsallıkların ve ölçek ekonomilerinin varlığı, piyasa başarısızlıklarına neden olmakta ve bu başarısızlıklar, finansal istikrarsızlara yol açabilmektedir(Auerbach ve Siddiki, 2004: 250).

Neo-klasik modelde tasarruf veya kredi hacminin büyüme için bir kısıt oluşturması, sınıf ve gelir dağılımı konularının göz ardı edilmesi ve para arzının dışsal bir değişken olması gibi varsayımlar geçerli iken, post-keynesyen görüş tamamen farklı varsayımlar üzerine inşa edilmiştir. Post-keynesyen analizde efektif talep büyümenin temel bir bileşeni olarak kabul edilirken, sınıf ve gelir dağılımı konuları üzerinde önemle durulmuş ve içsel para modeli kabul görmüştür. Sonuçları bağlamında değerlendirildiğinde post-keynesyen görüşün van Wijnbergen(1983) ve Taylor(1983)'ın görüşleriyle daha yakından ilişkili olduğu ve neo-yapısalcı modelin öngördüğü gibi finansal liberalizasyonun stagflasyonist etkilerinin daha olası olduğu söylenebilir(Dutt, 1991: 212).

Post-keynesyen görüşte kabul bulan içsel para arzı nosyonu ise merkez bankasının son kredi veren merci olarak arkasında bulunduğu bankacılık sektörünün geçerli faiz oranından belli bir miktar krediyi dağıtması üzerine temellenmiştir. Merkez bankası, likid artışını sınırlamak istemesi durumunda faiz oranlarını artırarak iskonto oranını yukarı doğru hareket ettirecektir. Bu işleyişten anlaşılacağı gibi, post-keynesyen görüşte faiz oranları pek çok değişkenle yakından ilişkili olması dolayısıyla merkezi bir parametre olarak kabul edilmektedir. Bu parametrelerden biri de sınıflar arası farktır. Banka ve firmaların belirli bir artık değere sahip olmak için mücadele içinde olduklarını belirten Amadeo ve Dutt, firmaların kazançlarını belli bir seviyede tutmak istemeleri durumunda faiz oranlarındaki artışın fiyat düzeyini yükselteceğini söyler. Böylece firma ve bankalar arasında gelirin yeniden dağılımı sağlanarak bu kesimlerin tasarruf eğilimleri ölçüsünde ekonomik faaliyetlerinin ve sermaye birikimlerinin etkileneceği varsayılmaktadır(Amadeo ve Dutt, 1991: 6-7).

Konu bu bağlamda değerlendirildiğinde post-keynesyen görüşün ödünç verilebilir fonlar teorisinin yatırımların tasarruflar tarafından finanse edildiği söylemine meydan okuyarak, yatırımların bankalar tarafından finanse edildiği ve finansal liberalizasyon modelinin aksine faiz oranlarındaki artışın yatırımları caydırarak efektif talebi düşüreceği ve finansal kırılma tehlikesini artıracığına vurgu yapılmaktadır(Stuart, 1993: 294).

Finansal liberalizasyon modeli post-keynesyenler tarafından dört ana eksenle eleştirilmiştir. Bu eleştiriler ana hatlarıyla şu şekilde açıklanabilir(Stuart, 1993: 286-290):

- Finansal liberalizasyon modeline göre bireysel tasarruflar, yatırımların temel finansman kaynağıdır. Post-keynesyen teoride ise yatırımlar yalnızca mevduat hacmiyle sınırlı kalmaksızın banka kredileriyle de finanse edilebilir ve böylelikle yatırımların finansmanı tasarruf hacminden ayrılmış olur.
- Finansal liberalizasyon modelinde mevduat faiz oranlarındaki yükselişin ödünç verilebilir fon arzını artıracığı varsayılır. Ayrıca mevduat faizlerindeki yükselişin ya kredi faiz oranlarını etkilemeyeceği ya da kredi oranlarındaki yükselmenin efektif talebi etkilemeyeceği varsayılır. Post-keynesyen teoride ise mevduat faiz oranlarındaki yükselişin kredi oranlarını yükseltebileceğine inanılır ve sonrasında yatırım ve efektif talep düşecektir.
- Finansal liberalizasyon modeli faiz oranlarındaki değişimin ekonomik birimlerin finansal durumu üzerindeki etkisini(özellikle devam eden yatırım projesi olan firmaların) göz ardı ederken post-keynesyenler böylesi değişikliklerin büyüme sürecinde ciddi sonuçları olacağı ve finansal istikrarsızlığa yol açacağına vurgu yapar.
- Son olarak, finansal liberalizasyon modelinde bankaların tasarrufları yatırımlara kanalize etme işlevine dikkat çekilerek yatırım finansmanının yalnızca bir yönünden bahsedilmesi de post-keynesyenlerin eleştirdikleri bir diğer noktayı oluşturur. Çünkü bireysel tasarruflar yatırım finansmanını sağlayan toplam fon arzının belirlenmesinde ikincil bir etkiye sahiptir.

Dutt, aşırı ve tam kapasite durumlarında finansal liberalizasyonun yol açacağı etkileri kısa ve uzun vade kıstasına göre ayrıştırarak analiz etmiştir(Dutt, 1991: 219). Burkett ve Dutt(1991), aşırı kapasitenin olduğu kapalı bir ekonomide finansal liberalizasyonun mevduat faiz oranlarında yol açtığı yükselişin kısa vadede biri olumlu diğeri olumsuz iki etkisi olacağından bahseder. Bunlardan olumlu olan ilk etki, faiz oranlarındaki artışın mevduat ve kredi hacmini genişleterek yatırım ve çıktı hacmini yükseltmesidir. Olumsuz etki ise marjinal tasarruf eğilimi üzerindeki artış

sonucu ortaya çıkmaktadır. Tasarruf eğilimindeki artışın toplam talep ve çıktı üzerinde yaratacağı daraltıcı etki, kar oranlarını düşürerek yatırımlarda bir azalışa yol açacaktır. Kar oranlarındaki düşüşün girişimcileri geleceğe dair karamsarlığa sürüklemesi, finansal liberalizasyonun yatırım üzerinde yol açacağı etkinin negatif olacağına işaret etmektedir(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 606).

Uzun dönemde yatırımların hızlandırıcı etkisinin varlığında aşırı kapasitenin olduğu bir ekonomide nominal faiz oranlarındaki artış, borç alma maliyetini yükseltecek, fiyatlar artacak, reel ücret ve toplam talep düşecektir. Burada tasarruf, yatırım ve kapasite kullanımında bir azalış söz konusudur. Ancak uzun dönemdeki bu negatif etki kısa döneme kıyasla daha kalıcı ve ciddi boyuttadır(Auerbach ve Sıddiki, 2004: 250; Dutt, 1991: 222).

Tam kapasite durumunda kısa vadede, faiz oranlarındaki yükseliş, sermaye birikimi üzerinde artırıcı, gelir dağılımını iyileştirici, talep baskısını azaltması nedeniyle enflasyon oranını azaltıcı etkileri, McKinnon ve Shaw'un öngörülerıyla örtüşür niteliktedir. Uzun dönemde sermaye birikim oranının az da olsa gerileme göstermesi büyüme oranında artış için kesin bir yargıya varmanın zor olacağına işaret etmektedir(Dutt, 1991: 223-227). Dutt ayrıca post-keynesyen görüşe yönelik bir değerlendirme yaparak post-keynesyenlerin hareket noktası olan efektif talebin, para arzının içsel olmasının az gelişmiş ülkelere çok uygun olmayacağını belirtir. Az gelişmiş ülkelerin çoğunun tarım ekonomisine dayanması ve döviz kısıtı içinde bulunmalarının post-keynesyen analizde değerlendirilmemesi de bu görüşün göz ardı ettiği açıkları arasında sayılabilir(Dutt, 1991: 228-230).

### **2.4.3. Mikroekonomi Eksenli Görüş**

McKinnon-Shaw ve neo-yapısalcı modeller incelendiğinde her iki yaklaşımın mikroekonomi düzeyindeki konulara değinmediği ve bu konulara yorum getirmede sessiz kaldığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin finansal liberalizasyon sonrası tecrübe ettiği en önemli sorunların finansal kurumların iflası ve finansal darboğazlar olduğu göz önünde bulundurulduğunda, makroekonomi temelinde

yapılan finansal gelişmişlik açıklamalarında mikroekonomi tabanlı ve kurumsal konuların göz ardı edildiği dikkat çekmektedir(Fry, 1989: 19-20).

Finansal liberalizasyon politikalarının finansal piyasalarda bilgi asimetrisine yol açmasından dolayı sınırlandırılması gerektiğini belirterek mikro eksenli görüşe en önemli katkıyı Stiglitz(1994) ve Stiglitz ve Weiss(1981) yapmıştır. Stiglitz, piyasanın fonksiyonlarını daha iyi yerine getirmesi ve ekonomik performansa katkıda bulunması için devletin bazı şekillerde ekonomiye müdahale edebileceğini belirterek faiz oranlarının denge seviyesinin altında tutulması için bu müdahalenin gerekliliğini savunmaktadır(Stiglitz, 1994: 20). Ayrıca bilgi asimetrisi ve tersine seçim gibi finansal piyasalarda görülen sorunların çözümü için de piyasaya müdahale zorunlu bir hal almaktadır(Stiglitz, 1989: 59). Böylesi müdahaleci uygulamaların çoğu zaman sermaye maliyetini düşürmesi ve girişimlere doğrudan kredi sağlayarak sermaye dağılımında etkinliği artırması gibi olumlu sonuçları da mevcuttur(Stiglitz, 1994: 39-42).

McKinnon-Shaw hipotezinde ayrıca faiz oranları üzerine konulan tavanların aşırı kredi talebi ve tasarruf arzı açığına yol açması nedeniyle kredi tayinlemesinin faiz oranı kontrollerinin bir sonucu olarak ortaya çıktığı belirtilmektedir. Bu hipotez, faiz oranlarının arz ve talep tarafından belirlenmesine izin verilmesi halinde talep fazlalığının olmayacağını öngörmektedir. Ancak bu durum, piyasaların temizlenmesi yaklaşımının ne bir kanun ne de finansal piyasalara uygulanabilecek geçerli bir varsayım olmadığı gerekçesiyle Stiglitz ve Weiss(1981) tarafından eleştirilmektedir (Auerbach ve Siddiki, 2004: 243). Stiglitz ve Weiss, kredi tayinlemesinin finansal liberalizasyon sonrasında ortadan kalkacak sadece finansal baskıya özgü bir durum olmadığını belirterek kredi tayinlemesine neden olarak kredi piyasasındaki bilgi eksikliklerini göstermektedir(Stiglitz ve Weiss, 1981: 393).

Stiglitz(1994), finansal baskı uygulamasının sermaye dağılımında etkinliği sağlayacak dört farklı etkisinden bahsetmektedir. Bunlardan ilki, düşen faiz oranlarının krediye başvuranların ortalama kalitesinde iyileşme sağlaması iken ikinci faktör, finansal baskının sermaye maliyetini düşürmesi nedeniyle firma varlıklarında artışa yol açmasıdır. Üçüncü olarak finansal baskı, ihracat gibi büyümeyi hızlandıran

bir mekanizma olarak işlev göstermektedir ve son olarak ise yüksek teknoloji sektörlere verilen doğrudan krediler, teknolojinin taşıma etkisi nedeniyle krediler için bir teşvik oluşturacaktır(Fry, 1997: 760).

Bilgi eksikliklerinin yol açtığı kredi tayinlaması, Stiglitz ve Weiss tarafından her açıdan benzer niteliklere sahip bireylerin bir kısmının kredi isteğinin kabul edilmesine karşın diğer kesimin bu isteğinin reddedilmesi olarak tanımlanmıştır (Stiglitz ve Weiss, 1992: 695). Liberalizasyon sonrası faiz oranlarındaki yükseliş, banka kredilerinin niteliğini olumsuz yönde etkileyerek ekonomide iki etkiye yol açacaktır. Bunlardan ilki, potansiyel kredi alıcıları arasında sıralama yapılmasıyla ortaya çıkacak olan tersine seçim etkisidir. Kredi alma isteğinde bulunan bireylerin kredinin kullanılacağı yatırım projesi hakkında bankalardan daha fazla bilgiye sahip olması sonucunda asimetric bilgi sorunu ortaya çıkacaktır. Bankalar geri ödeme ihtimali yüksek olan iyi alıcıları belirlemek için faiz oranını bir izleme aracı olarak kullanırlar. Geri ödeme olasılığı yüksek güvenilir borç alıcıların yüksek faiz oranından geri ödeme yapmaya istekli olmamaları, bu kişilerin kredi almaktan vazgeçmesine neden olacak ve yüksek faiz oranlarından ödeme yapmaya razı olan riskli proje sahipleri krediyi alacaktır. Sonuçta faiz oranlarının yükselmesi potansiyel kredi alıcılarının riskliliğini artıracak ve banka karlılığı azalış gösterecektir(Stiglitz ve Weiss, 1981: 393).

Yüksek faiz oranlarında riski düşük olan proje sahiplerinin kredi isteği, bu projelerin daha az kar getirmesinden dolayı bankalar tarafından geri çevrilecek ve bankaları riskli projelere yönlendirerek kredi tayinlaması yapmaya sevk edecektir. Dolayısıyla asimetric bilgi nedeniyle faiz oranlarının serbest bırakıldığı bir rejim, sermaye tahsisinde başarısız kalacak ve finansal baskı şeklindeki devlet müdahalesi daha tercih edilebilir bir politika uygulaması olacaktır(Arestis ve Caner, 2005: 98; Stiglitz ve Weiss, 1981: 393-394).

Yüksek faiz oranları sonucu ekonomide ortaya çıkacak olan ikinci etki ise firmaları daha riskli projelere iten teşvik etkisidir. Yükselen faiz oranları sonucu projelerin getirisi azalacak ve riski en düşük olan projeler artık karlı olmayacaktır. Bu nedenle yüksek faiz oranları sonucunda firmalar, başarı şansı düşük ancak

başarılı olması halinde kar getirisi yüksek olan riskli projelere yöneleceklerdir (Stiglitz ve Weiss, 1981: 393). Stiglitz ve Weiss'e göre negatif tersine seçim etkisi, pozitif teşvik etkisine yol açarken pozitif tersine seçim etkisi ise geçmiş dönem başarılarıyla ilişkilidir(Stiglitz ve Weiss, 1992: 695).

Geleneksel keynesyen teori para, gelir ve faiz oranı arası durağan bir ilişki üzerine inşa edilmiştir ve para arzındaki bir artışın faiz oranını düşürerek yatırım hacmi ve büyüme oranlarını artıracakını öngörmektedir. Ancak Stiglitz ve Weiss(1992), para arzı ile krediye erişim ve krediye erişim ile yatırım düzeyi arasında bir bağ kurmaktadır. Stiglitz ve Weiss, geleneksel para teorisinde olduğu gibi milli gelir düzeyinin para arzı ile artış gösterdiğini kabul etmekle birlikte geleneksel teoriden farklı olarak para arzı ve krediye erişimin ekonomik konjonktüre göre değişim gösterdiğini ve resesyon dönemlerinde para arzındaki artışın krediye erişim üzerindeki etkisinin nispeten daha zayıf olacağına işaret eder. Ayrıca ekonomi kredi tayinleme rejimi ile gelişme döneminde iken para politikası uygulamanın yatırım üzerindeki etkisinin daha büyük olacağına dikkat çekilmiştir(Stiglitz ve Weiss, 1992: 716-718).

Benzer doğrultuda piyasa başarısızlıklarının finansal liberalizasyon üzerindeki etkilerini analiz eden Cho(1986), asimetrik bilginin varlığında faiz oranı liberalizasyonunun sermaye dağılımında etkinliği sağlamada tek başına yeterli olmayacağını belirterek Stiglitz ve Weiss(1981, 1992)'in bulgularını teyit etmektedir. Cho, faizlerin müdahale olmadan serbestçe belirlendiği bir ekonomide, bankaların riskli olabileceğini düşündükleri yeni ve üretken projelerin yatırımcılarına kredi vermektен kaçınmalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ise ciddi sonuçları olacağına işaret eder. Riskli olduğu düşünülerek yeni ve üretken sektörlerе kaynak verilmemesi, ekonomide yenilikçi imkanların azalmasına yol açacak ve gelişmekte olan ülkelerin karşılaştırmalı üstünlük elde edeceği üretim yapısına geçişi zorlaştıracaktır(Cho, 1986: 196-197).

Fry(1997) ise Stiglitz ve Weiss(1981)'in devleti, disipline edici, bilgili, ileri görüşlü ve objektif niteliklere sahip bir kurum olarak görmesini şaşkırtıcı bularak devletin ekonomiye müdahale etmek için mantıklı bir gerekçesinin olması gerektiğini savunur. Fry ayrıca Arestis ve Demetriades ile aynı kanıyı paylaşarak piyasa başarısızlıklarının devletin başarısı olmayacağını ifade eder(Fry, 1997: 760-761; Arestis ve Demetriades, 1997: 796). Finansal liberalizasyonun yol açacağı etkiler, ekonomideki kurumsal yapı ve iyi yönetişime bağlı olarak değişim gösterecektir. Piyasa başarısızlıkların ve etkin kamu kurumlarının varlığında hükümet müdahalelerinin olumlu sonuçları olabilir. Elbette böylesi bir ortamda devletin faaliyet alanını daraltarak liberalizasyona geçiş uygulamalarının ekonomi için zararlı sonuçları olabilecektir(Arestis ve Demetriades, 1997: 796).

### 3. BÖLÜM

#### FİNANSAL LİBERALİZASYON, FİNANSAL BÜTÜNLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ETKİLEŞİMİ

Ulusal finans piyasalarının uluslararası finansal sistemle entegrasyonu gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeye destek sağlar mı sorusuna Dünya Bankası, IMF ve Dünya Ticaret Örgütünden evet yanıtı gelirken, Paul Krugman iyimserlikten uzak bir şekilde hayır cevabı vermektedir(Levine, 2001: 688). Krugman, ulusal finans piyasalarının dünyayla entegrasyonunun yeni bir kalkınma çağını beraberinde getireceği umutlarına rağmen, bu sürecin gerçekleşmediğini ve uluslararası sermaye piyasalarına kalkınmanın motoru olarak gereğinden fazla değer atfedildiğini belirtir(Krugman, 1993: 12).

Finansal bütünleşme, finansal küreselleşme ve finansal liberalizasyon temelde nüansları olmasına rağmen birbirleriyle yakından ilişkili kavramlardır. Daha kapsamlı bir kavram olan finansal küreselleşme, finansal akımların sınırlar arasında hareketine imkan tanıyan evrensel bağların artmasına karşılık gelirken finansal bütünleşme ise bir ülkenin uluslararası sermaye piyasalarına entegre olmasını ifade etmektedir(Prasad vd., 2003: 2). Finansal liberalizasyon, farklı finansal piyasalar arasındaki sınırların karşılıklı olarak ortadan kaldırılması ve finansal işlemlerin dünya ölçeğinde yapılmasına imkan tanıyan politikaların yürürlüğe konması bağlamında değerlendirildiğinde ise finansal liberalizasyonun finansal bütünleşme sürecinin merkezini oluşturduğu açıktır(Arestis vd., 2003: 217; Stallings, 2001: 12).

Krugman, finansal piyasaların entegrasyonu ve dış finansmanın ekonomik büyüme ile etkileşimi konusunun iki boyutta değerlendirilmesi gerektiğini belirtir. Buna göre araştırılması gereken ilk boyut, gelişmekte olan ülke veya bölgelerin büyük sermaye akımlarını çekme beklentisi taşıyıp taşımadıkları iken ikinci boyut, böyle bir sermaye girişi olsa bile ekonomik büyümeye büyük bir katkı sağlayıp sağlayamayacağıdır(Krugman, 1993: 12).

Mal ticareti liberalizasyonunun hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde genellikle faydalı sonuçlar vereceğine dair giderek artan bir konsensüs

olmasına rağmen finansal liberalizasyonun kazanç ve kayıpları hakkındaki görüşler oldukça çeşitlidir. Rodrik, Bhagwati ve Stiglitz gibi iktisatçılar, sermaye akımlarına yönelik bir kısıtlamanın olmamasını global finansal istikrar üzerinde bir tehdit olarak görmekte ve buna engel olmak için sermaye kontrollerini önermektedirler. Fischer ve Summers gibi iktisatçılar ise artan sermaye hareketliliğinin düşük gelir grubundaki ülkeleri orta gelir grubuna taşıdığını ve sanayileşmiş ülkelerde ise istikrarı kuvvetlendirdiğini savunmaktadırlar(Köse vd., 2007b: 9).

### **3.1. Finansal Bütünleşmenin Olumlu Etkileri**

1980'li yıllar, pek çok ülkede yurtiçi finansal piyasalara yönelik önemli reform adımlarının atıldığı bir dönem olmuştur. Bu reformlardan bir kısmı yurtiçi finansal sistemi daha işler hale getirmeyi amaç edinirken diğer kısım reformlar ise yurtiçi finansal sistemin dış dünya ile bütünleşik hale getirilmesini hedeflemiştir.

Bir ekonomide finansal sistemden yerine getirmesi beklenen pek çok fonksiyon vardır. Bu fonksiyonları en sistematik biçimde dile getiren Levine, finansal sistemin işlevlerini kaynak hareketliliğine yardımcı olma, risk yönetimini kolaylaştırma, kaynakların en verimli projelere yönlendirilmesini sağlama ve ekonomik aktörlerin ticaret yapmasını kolaylaştıran bir ödeme sistemi kurma olarak özetlemiştir(Levine, 1997: 691). Bu şekilde finansal piyasaların fonksiyonlarını geliştirmeye yönelik reformlar aynı zamanda finansal gelişmişliğe de kapı aralayan sonuçlar vermektedir.

Finansal bütünleşme kavramı ile yurtiçi finansal sistemin uluslararası finansal piyasalar ve kurumlara entegrasyonu anlaşılmaktadır. Böylesi bir entegrasyon, yurtiçi finans sisteminin ve ödemeler bilançosu sermaye hareketleri hesabının liberalizasyonunu gerekli kılar. Liberalize edilerek dış dünya ile bütünleşen ülkelerde, yurtiçindeki borç verenler ile borç alanlar finansal araçların yaygın kullanımıyla uluslararası piyasalarda aktif biçimde fonlarını harekete geçirme imkânı elde edeceklerdir(Schmukler, 2008: 48).

Geleneksel neo-klasik modelde, ülkelerin aynı malları sabit getirili üretim teknolojisiyle ürettiği ve kişi başı gelir düzeyindeki farklılıkların kişi başı

sermayedeki farklılıklardan kaynaklandığı varsayılmaktadır. Dolayısıyla, sermaye hareketliliğine mani olan tüm engellerin kaldırılması, yeni yatırım projelerinin finansmanı için sermayenin nispeten kıt olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişine yol açacak ve bu süreç yatırımların tüm ülkelerde aynı getiriye sağlanmasına dek devam edecektir(Alfaro vd., 2008: 347). Yatırımcıların dış finansmana erişim kolaylığı ve sermayenin en yüksek getiriye alacağı piyasalara yönelmesi gibi gelişmeler, tüm ülkelerin karşılaştırmalı üstünlükler çerçevesinde refah kazanımları elde etmesine yardımcı olacaktır(Stulz, 2005: 1595). Finansal bütünleşmeyle yatırımcıların riski dünya ölçeğinde dağıtma imkanı yakalaması ve kendi finansal imkanlarının ötesinde bir harcama gücü elde etmesi sonucu, sermaye maliyeti de azalış gösterecektir(Bekaert vd., 2005: 4; Obstfeld, 1994).

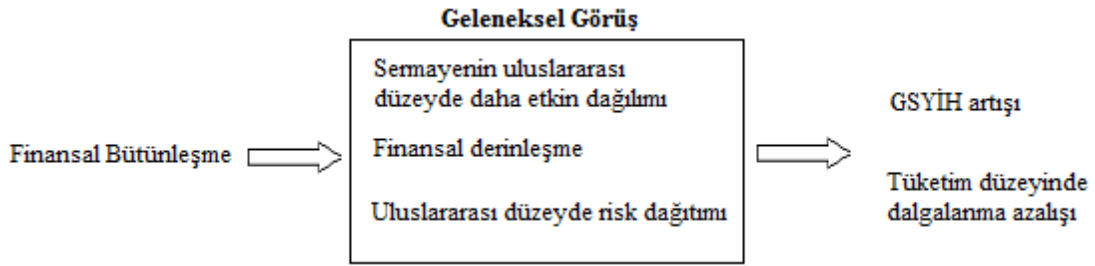
Finansal bütünleşmenin yabancı yatırımlar aracılığıyla teknoloji transferine imkan tanınması ve ekonomik etkinliği destekleyerek mal ticaretini artırması, ekonomik büyüme oranını destekleyici etkilere sahiptir. Ayrıca gelişmiş ülkelerde yüksek dış pozisyonların, büyük risk taşıyan potansiyel kazançların bir göstergesi olarak görülmesi ve gelişmekte olan ülkelere doğal afet ve geçici resesyon dönemlerinde yurtdışından borçlanma imkanları sunması, yapılan uluslararası ticaretin risk paylaşımına hizmet ettiğinin bir örneğidir(Dell'Ariccia vd., 2008: 3). Finansal entegrasyonun, riskin uluslararası düzeyde dağıtımını ile tüketim düzleştirmesine imkan tanıyıcı, sermaye akımlarının yurtiçi yatırım ve büyüme hacmi üzerinde genişleyici, makroekonomik denetime destek veren, reel ve finansal sektörde etkinlik ve verimliliğe yol açan ve istikrarı sağlayıcı etkilerine yönelik kapsamlı açıklamalar bulunmaktadır(Agenor, 2003: 1092).

Uluslararası finans sisteminde faaliyette bulunan yabancı bankalarla rekabet edebilmek ve hizmet kalitesini artırmak için yeni finansal araç ve tekniklerin gerekliliği, bankacılık sektöründe düzenleme ve denetleme mekanizmasının geliştirilmesini gerekli kılmaktadır(Arestis ve Caner, 2005: 95). Finansal bütünleşme sürecinin zorunlu kıldığı bu düzenlemeler, yurtiçi finansal sistemin gelişimi, kurumsal yapıda iyileşme(dar anlamda yönetim, hukukun üstünlüğü vb.) ve makroekonomik politikalarda etkinlik şeklinde sıralanabilecek bir dizi faydanın

ortaya çıkmasında katalizör vazifesi üstlenecek ve daha yüksek ekonomik büyüme oranlarına ulaşılması ve etkin kaynak dağılımının sağlanmasına hizmet etmiş olacaktır(Köse vd., 2009a: 40).

Köse vd.(2009a), neo-klasik modelde olduğu gibi, finansal bütünleşme sonrasında kaynakların uluslararası düzeyde daha etkin dağılımı, risk paylaşımı ve finansal derinleşmenin sağlanmasını finansal bütünleşmenin temel kazanımları olarak tanımlamış ve bu gelişmelerin GSYİH'ı artıran ve tüketim dalgalanmalarını azaltan niteliklerine dikkat çekmiştir. Köse vd.(2009a)'nin geleneksel görüş adı altında sıraladığı bu kazanımlar Şekil 4'te özetlenmektedir.

**Şekil-4: Geleneksel Görüşe Göre Finansal Bütünleşmenin Kazanımları**



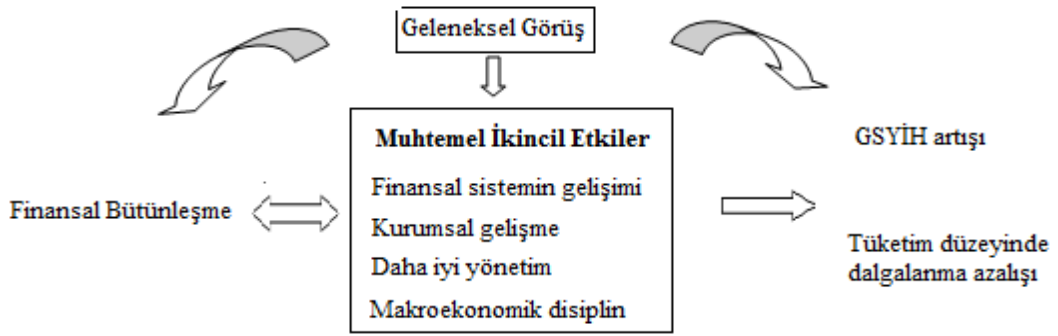
Kaynak: Köse vd., 2009a: 42.

Hall ve Jones(1999), Edwards(2001), Bonfiglioni(2008) ve Köse vd.(2008), finansal bütünleşmenin uzun dönemde ekonomik büyüme oranlarını artırması için toplam faktör verimliliğindeki artışın önemine dikkat çekmişlerdir. Köse vd.(2009a) ise bu etkinin kalıcı olabilmesi için ülkelerin finans piyasalarındaki aksaklıkları gidererek finansal araçlar ve teknolojik uyum gibi etkinliği artırıcı yöntemlerle üretim imkânlarının sınırlarını zorlamaları gerektiğinin altını çizer.

Sıralanan bu ana kazanımlara ilave olarak, yurtiçi finans sektörünün gelişimi, makroekonomik politikaların disipline edilmesi, yabancı firmalarla rekabet içine giren yurtiçi firmalarda etkinlik artışı ve devlet ve şirket yönetiminde daha iyi yönetim şeklinde sıralanan ve ortaya çıkması daha uzun zaman alan bazı dolaylı etkiler de mevcuttur. Ana kazanımlara eklenen bu gelişmeler, finansal

bütünleşmenin dolaylı veya ek kazanımları olarak tanımlanmaktadır(Dell'Ariccia, 2008: 22; Köse vd., 2007a: 3; Köse vd. 2007b: 11; Köse vd., 2009a: 42; Mirdala, 2006: 446; Prasad vd., 2003: 13-14). Finansal bütünleşmenin ekonomide yaratacağı dolaylı etkiler ve işleyiş mekanizması Şekil 5'te özetlenmiştir.

### Şekil-5: Finansal Bütünleşmenin Ekonomide Yaratacağı Dolaylı Etkiler ve İşleyiş Mekanizması



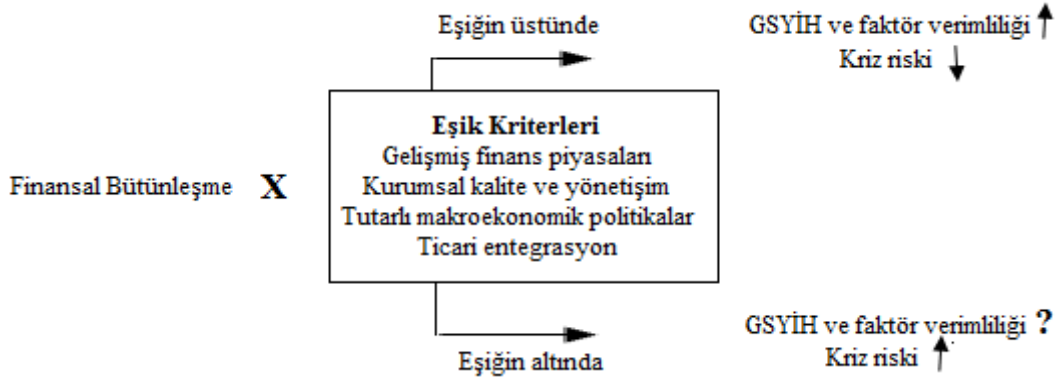
Kaynak: Köse vd., 2009a: 42.

İyi bir kurumsal yapının inşası, piyasa denetiminin geliştirilmesi ve finansal piyasalarda derinleşmenin sağlanması, zaman alan ve dolaylı olarak büyümeyi etkileyen faktörlerdir. Yapısal, kurumsal ve makroekonomik politikalarda iyileşme sonucu ortaya çıkacak olan bu kazanımların zaman alması, kısa vadede neden finansal bütünleşmenin maliyetinin getirisinden daha çabuk ortaya çıktığı sorusuna da cevap niteliği taşımaktadır(Köse vd., 2009a: 10-11).

Ancak bahsedilen tüm bu olumlu etkilerin finansal liberalizasyona yönelik girişimlerde bulunan tüm ülkelerde aynı sonuçları vereceğini belirtmek de yanlış olacaktır. Finansal bütünleşmeden beklenen olumlu kazanımların ortaya çıkabilmesi ve dışa açılma sonucu ülkelerin karşılaşılabileceği risklere karşı daha dayanıklı hale gelebilmesi için bir “eşik etkisi(threshold effect)” olduğundan bahsedilmektedir(Dell'Ariccia, 2008: 17). Diğer bir ifadeyle finansal gelişmişlik düzeyi ve kurumsal kalitesi belirli bir seviyeye ulaşan ve eşiğin ötesine geçen ülkelerde finansal bütünleşmeden beklenen kazanımların ortaya çıkması daha

muhtemel görünmektedir(Prasad vd., 2003). Köse vd.(2009a) tarafından sistematik biçimde sınıflandırılan bu eşik kriterleri ve bu eşiğe göre finansal bütünleşmeden elde edilecek sonuçlar Şekil 6’da sunulmuştur.

**Şekil-6: Eşik Kriterine Göre Finansal Bütünleşmenin Yaratacağı Etkiler**



Kaynak: Köse vd., 2009a: 42.

Şekil 6’dan açıkça anlaşılacağı gibi, eşik kriterleri olarak belirtilen koşulların sağlandığı diğer bir ifadeyle eşiğin üstünde yer alan ekonomilerde finansal bütünleşme sonucu GSYİH, toplam faktör verimliliği ve ekonomik büyüme oranlarında artış, kriz riskinde ise azalış ortaya çıkması daha muhtemel sonuçlar olarak görülmektedir.

### 3.2. Finansal Bütünleşmenin Olumsuz Etkileri

Finansal bütünleşmenin önceki başlık altında sıralanan kazanımlarına karşın sermaye akımlarının belirli bazı grup ülkelerde yoğunlaşması ve sermayenin küçük ülkelere girişinde aksaklıkların ortaya çıkması, kaynakların yanlış dağılımı, makroekonomik istikrarsızlık, sermaye akımlarının dalgalanma sergilemesi gibi maliyetleri de söz konusudur(Agenor, 2003: 1096). Ülkeye gelen yabancı sermaye akımlarının büyük hacimli olması durumunda da ulusal ekonomide hızlı bir parasal genişleme, enflasyonist baskı, reel döviz kurunun değerlenmesi ve cari açık artışı gibi bazı istenmeyen makroekonomik etkiler de gözlenebilecektir(Agenor ve Montiel, 2008: 490)

Neo-klasik teori, getiri arayışına giren sermayenin gelişmiş ülkelere gitmekte olan ülkelere doğru harekete geçeceğine yönelik bir öngöründe bulunmasına rağmen, sermayenin zengin bir ülkeden diğerine geçmesi, sermayenin gelişmekte olan piyasaları kalkındırma amacından çok, gelişmiş piyasalar arasında finansman çeşitlendirmesi amacıyla kullanıldığını göstermektedir(Obstfeld ve Taylor, 2004: 241). Sermayenin bu şekilde gelişmekte olan ülkelere ziyade zengin ülkeler arasında hareket etmesi, Lucas(1990) tarafından finansal serbestleşmenin bir paradoksu olarak tanımlanmıştır. Lucas(1990) elde ettiği bu sonuçla literatürde yeni bir teorik tartışma başlatarak temel neo-klasik model üzerinde üretim yapısının farklılaşması, beşeri sermaye faktörünün modele eklenmesi ve mükemmel piyasa varsayımından vazgeçilmesi gibi değişiklikler yapmıştır. Lucas'ın ortaya koyduğu bu paradoksal sonucun neden kaynaklandığına yönelik teorik açıklamalar iki grupta toplanabilir. Ülkenin üretim yapısını etkileyen ve modelde bulunmayan beşeri sermaye gibi üretim faktörleri, hükümet politikaları, kurumlar ve teknoloji böyle bir sonucu ortaya çıkaran ilk nedendir. İkinci olarak ise uluslararası sermaye piyasalarındaki ulusal risk ve asimetrik bilgi gibi piyasa başarısızlıklarıdır(Alfaro vd., 2007: 23; King ve Rebelo, 1993).

Obstfeld ve Taylor(2004), Lucas paradoksuna ilişkin olarak 1914 yılı öncesinde gelişmiş ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin günümüze kıyasla daha büyük hacimli olduğuna dikkat çeker. Ondokuzuncu yüzyılda global finans merkezi konumundaki Londra'da gelişmekte olan ülkelere verilen krediler, günümüzdeki değerinden daha fazladır ve sermaye akımlarının büyük çoğunluğu zengin merkezden fakir çevreye doğru tek yönlü olduğundan net ve brüt akımlar arası fark küçüktür. Ancak 1970 yılı sonrasında ülkeye gelen ve çıkış yapan sermayeden oluşan brüt akımların GSYİH'ya oranı çok yüksek olmasına karşın ülkeye giren ve çıkan sermaye arasındaki farkı oluşturan net akımlar düşük seviyede sabit kalmıştır. Bu sonuç da 1970 sonrasında sermaye akımlarının çoğunun zengin ülkenin birinden diğerine doğru hareket ettiğini belirten Lucas paradoksunu destekler niteliktedir(Alfaro vd., 2007: 24). Obstfeld ve Taylor bu eğilimi, günümüzdeki sermaye akımlarının büyük kısmının kalkınmanın finansmanını sağlamaktan çok

finansman çeşitlendirmesi amacı taşıdığı şeklinde yorumlamaktadır(Obstfeld ve Taylor, 2004: 241).

Reinhart ve Rogoff, finansal liberalizasyon sonrasında gelişmekte olan ülkelere çok az miktarda sermaye girişi olmasının nedenini bu ülkelerin borçlarını geri ödemede sıkıntı çekmeleri dolayısıyla borç alma işlemlerinin daha zor olmasına bağlamaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin çoğunda gözlenen politik risk olgusu da bu ülkelere yönelik sermaye girişinin önünde önemli bir engel teşkil etmektedir(Reinhart ve Rogoff, 2004: 56-57). Tornell ve Velasco ise gelişmekte olan ülkelerde mülkiyet haklarının korunmasına ilişkin düzenlemelerin yokluğuna rağmen banka hesaplarının gelişmiş ülkelerde güvenilir olmasını, sermaye akımlarının zengin ülkelere doğru yönelmesinin gerekçesi olarak görmektedir(Tornell ve Velasco, 1992: 1208).

Gelişmekte olan ülkelerin pek çoğunda yaşanan finansal krizlerin gelir ve tüketim düzeylerinde ani düşüşlere yol açması, uluslararası finansal piyasaların tüketim düzleşirmesine yardımcı olacağına yönelik beklentileri de boşa çıkarmıştır. Ayrıca uluslararası yatırımcıların sadece gelişmekte olan ülkelerin ekonomik koşullarının iyi olduğu dönemlerde borç vermeleri, bu ülkelerdeki kaynak sorunlarını daha da ciddileştirmiştir(Köse ve Prasad, 2007: 7).

Krugman tarafından finansal liberalizasyona yöneltilen bir diğer eleştiri ise, entegrasyon uygulamalarının kişi başı gelir düzeyinde yakınsama sağlamaktan ziyade, eşitsizliği artırmasıdır. Krugman bu savını, yabancı ülkenin sermaye yoğun alanda faaliyet gösterdiğini varsayarak iki faktör ve iki sektörlü bir ekonomi üzerinden doğrulamaya çalışmıştır. Eşit emek gücüne sahip olan ülkelerden sermaye yoğun alanda üretim yapan ülkenin başlangıç sermaye stok miktarı diğerinden daha yüksek olacağı için sermaye yoğun alanda karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olacaktır. Yabancı ülkenin bu üstünlüğü daha yüksek üretim hacmi ve daha fazla verimliliğe yol açacağı için sermayenin bol olduğu ülkedeki getiri, kıt olduğu ülkeye göre daha fazla olacak ve bu asimetri, tüm sermaye stoku bol olan ülkeye aktarılınca kadar devam edecektir(Krugman, 1993: 18).

Finansal liberalizasyon ayrıca finansal kırılganlık ve finansal kriz yaratma riski nedeniyle de eleştirilmektedir. Bu konuda Kaminsky ve Reinhart(2000), Detragiache ve Demirgüç-Kunt(1998), Glick ve Hutchinson(2001), finansal liberalizasyonun bankacılık ve mali kesim krizlerinde artışa sebebiyet verdiğini belirtmektedirler. Ayrıca 1980’li ve 1990’lı yıllarda finansal liberalizasyon politikaları uygulayan ülkelerde finansal kırılganlığın artışı(Arestis ve Caner, 2004: 13) ve bankacılık sektöründe sorunların baş göstermesiyle finansal bütünleşmeden beklenen kazanımların gölgelendiği görülmüştür(Diaz-Alejandro, 1985: 1).

Finansal bütünleşmeyle ilişkilendirilen ve ülkenin dayanıklılığını zedeleyen tüm risk faktörlerinin yurtiçindeki yönetim ve makroekonomik politikaların kalitesinden bağımsız olduğunu düşünmek yanlış olacaktır. Bu anlamda ülkede uygulanan makro politikalar ile döviz kuru sisteminin birbiriyle tutarlı olması gerekmektedir(Buiter ve Taci, 2003: 115). Sabit döviz kuru sistemini uygulayan ülkelerin sermaye kontrollerini ani bir şekilde kaldırmaları, bu ekonomilerde kriz oluşumunu tetikleyecektir. Tam sermaye hareketliliğinin olduğu bir ekonomide, sürdürülebilecek döviz kuru rejimleri ya serbest dalgalı kur ya da para kurulu, dolarizasyon veya parasal birlik gibi çıpa uygulamalarıdır(Wyplosz, 2004: 134-135). Ayrıca şeffaflığın az olduğu bir ekonomide, uluslararası yatırımcılar sürü davranışı nedeniyle gelişmekte olan finansal piyasalarda dengesizlik yaratabileceği gibi, ülkedeki yolsuzluk seviyesi de sermaye akımlarının bileşimini etkileyerek ülkeyi spekülasyon saldırı riski ve yayılma etkisi dolayısıyla daha kırılgan bir konuma taşıyacaktır(Prasad vd., 2003: 4).

Finansal liberalizasyonun bazı gelişmekte olan ülkelerde kriz yaratma ihtimali ve finansal kargaşa olasılığını artıran sonuçlar vermiş olması, finansal bütünleşmenin uygulanmaması gerektiği anlamına gelmemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde böylesi bir tecrübenin neden yaşandığıyla ilgili bileşen hipotezi ve eşik hipotezi olmak üzere birbirinden bağımsız iki görüş ortaya atılmıştır. Bileşen hipotezi, sermaye akımlarının her türünün aynı olmadığı noktasından hareket ederek doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisinin daha kesin olduğu ve uluslararası borçlanmanın ekonomik büyümeyi

desteklediğine dair güçlü bir kanıtın olmadığını belirtmektedir(Dell'Ariccia vd., 2008: 21; Wei, 2006: 460). Eşik hipotezinde ise bir ülkenin finansal bütünleşmeden kazanım sağlaması için iyi kamusal kurumların(hukukun üstünlüğünün kabul gördüğü, rüşvetçiliğin önlenbildiği) ve uygun makroekonomik politikaların uygulanması gibi bazı asgari koşulların temin edilmesinin gerektiği, aksi halde ülkede kriz oluşma ihtimali ve düşük büyüme oranlarının gerçekleşebileceğinden bahsedilmektedir(Köse vd., 2009a; Prasad vd., 2004; Wei, 2006: 460).

Fry ise aralarında sıkı bir bağ varmış gibi görünmesine rağmen gerekli koşulların sağlandığı bir ortamda finansal liberalizasyonun olumsuz sonuçlar doğuracak bir olgu olmayacağını ifade etmiştir. Finansal liberalizasyonun yeterli denetim ve düzenleme olmadan, finansal sistemin makroekonomik istikrarsızlık içinde olduğu bir ortamda uygulamaya konması durumunda finansal krizleri tetikleyeceği açıktır(Fry, 1989: 24).

### **3.3. Finansal Bütünleşmenin Fayda-Maliyet Analizi**

Açıklanan bu kazanım ve maliyetler göz önünde bulundurulduğunda finansal bütünleşmenin ekonomik performansta yol açacağı etkiler, makroekonomik oynaklık(macroeconomic volatility), kriz yaratma eğilimi(crisis propensity) ve ekonomik büyüme olarak üç başlık altında toplanabilir(Dell'Ariccia vd., 2008: 17).

#### **3.3.1.Makroekonomik Oynaklık(Tüketim, yatırım ve çıktı hacmindeki dalgalanmalar)**

Finansal bütünleşmenin en önemli kazanımlarından biri, riskin global ölçekte dağılımını sağlayarak ekonomide oynaklığı azaltacak daha iyi imkanlar sunmasıdır(Prasad vd., 2004: 21). Sermayenin global ölçekte dağılımının kolaylaşması ve ekonomideki oynaklığın azalması sonucu paylaştırılan riskin iki büyük potansiyel kazancı beraberinde getireceğine inanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin nispeten düşük fiziki sermayeleri ve değişken bir yapıya sahip olması gibi nitelikleri göz önünde bulundurulduğunda finansal bütünleşmenin en önemli kazanımlarının bu ülkeler tarafından elde edileceği beklenilir(Köse vd., 2003: 3).

Finansal bütünleşmenin makroekonomik oynaklık üzerinde ne gibi etkilere yol açtığıнын tayin edilebilmesi için çıktı ve tüketim oynaklığı arasındaki ilişkinin belirlenmesi büyük önem taşımaktadır(Prasad vd., 2004: 21-22). Finansal bütünleşmeyle birlikte bir ülkedeki tüketim ve yatırım kararının, artık ülkenin kendi üretim imkanları tarafından kısıtlanmayacak olması, yurtiçi yatırım ve tüketim seviyelerini çıktı düzeyinden daha bağımsız hale getirecek ve ulusal ekonomiyi konjonktürel dalgalanmalardan daha az etkilenir konuma taşıyacaktır(Backus vd., 1992: 746).

Artan sermaye hareketliliği sonucu uluslararası düzeyde borç alma ve borç verme fırsatı yakalayan bireyler, tüketim düzleştirmesi yapma imkânına kavuşacaklardır(Razin ve Rose, 1994: 50). Ayrıca entegrasyon, ulusal ekonomilerin mukayeseli üstünlüğe sahip oldukları mallarda uzmanlaşmasını da sağlayacaktır. Bu koşullar altında ülkelerarası azalan engeller, sanayilerin coğrafi olarak bir bölgede yoğunlaşması ve ihracatta uzmanlaşmaya yol açacaktır. Ülkede herhangi bir sanayi dalımını ilgilendiren bir şokun ihracat hacminde daralmaya yol açması çıktı hacminde oynaklık yaratacaktır. Malların serbest dolaşımı, diğer koşulların sabit olduğu varsayımı altında, çıktı değişkenliğini beraberinde getirecektir(Razin ve Rose, 1994: 50-51).

Denizer vd. ise konuya farklı bir çerçeveden yorum katarak gelişmiş finansal sektörlerde daha az çıktı, tüketim ve yatırım dalgalanması yaşandığını belirtmiş ve finansman türü konusuna da dikkat çekerek özel sektör tarafından sağlanan finansmanın makroekonomik oynaklığı azaltmada nispeten daha önemli olduğunu vurgulamıştır. Ayrıca banka kredi arzının tüketim ve yatırım dalgalanması üzerinde önemli olduğu ve özel sektöre verilen kredi artışının tüketim ve kişi başı gelir oynaklığını azalttığıının altı çizilmiştir. Tüm bu bulgulardan hareketle özel sektöre verilen krediler tüketim ve çıktı düzleştirmesine yardımcı olurken, bankaların risk yönetimi ve bilgi işleme hizmetlerinin ise tüketim ve yatırım dalgalanmasını azalttığı çıkarımı yapılabilir(Denizer vd., 2000: 1).

Ancak finansal liberalizasyon girişimleri sonucu Asya krizinin patlak vermesi, gelişmekte olan ve yükselen ekonomilerde finansal bütünleşmenin

makroekonomik oynaklığı artırdığı ve ani çöktüşlere karşı ülkeleri daha kırılğan hale getirdiği yorumlarını gündeme taşımıştır. Bu konuda akademik çalışmalardan edinilen bulgular ikna edici olmamakla birlikte, finansal bütünleşme ve makroekonomik oynaklık arasındaki ilişkinin ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi ve kurumsal kalitesine göre farklılaşması, finansal bütünleşmenin etkileri konusunda bir eşiğin olduğu görüşüyle uyushmaktadır(Dell'Ariccia, 2008: 17).

Denetim mekanizmasından, iyi yönetilen kurumlardan ve tutarlı makroekonomik politikalardan yoksun bir finansal sistemde sermaye işlemleri hesabının liberalize edilmesi, sermaye akımlarının ülkeden ani çıkışı ve ülkeye giren yabancı sermayenin kesintiye uğramasından dolayı ekonomi daha kırılğan hale gelecektir. Bu ön koşulların yeterince sağlanmadığı ve eşiğin gerisinde kalan ekonomilerde finansal bütünleşme pek çok kazanım yanında bazı riskleri de beraberinde getirecektir. Eşiğin ötesinde muhtemel risklerin tamamen ortadan kalktığı veya finansal bütünleşmenin başarıya ulaştığını belirtmek de tamamen doğru bir ifade olmamakla birlikte, başlangıç koşullarının sağlanmadığı ekonomilerde finansal entegrasyon sürecinin daha dikkatli bir şekilde kontrolüne gerek duyulacaktır(Köse vd., 2009a: 41-42).

Finansal bütünleşmenin makroekonomik oynaklık üzerindeki etkisine yönelik teorik çalışmalardan edinilen bulgularda fikir birliği mevcut olmamakla birlikte uygulamaların sonuçları ise belirsizdir. Teorik açıklamalar entegrasyonun daha fazla risk dağılımına izin vermesi ve kredi arzı şoklarını hafifletici etkisiyle finansal gelişmişliği sağlamak suretiyle yatırım ve çıktı oynaklığını azalttığını belirtmektedir. Ancak artan entegrasyonun ülkeyi dış şoklara daha çok maruz bırakmasıyla çıktı oynaklığını artıracığına yönelik yorumlar, çıktı ve tüketim oynaklığının finansal bütünleşme sonrası nasıl bir trend izleyeceğinin belirlenemeyeceğine işaret eder(Rose ve Spiegel, 2009).

Finansal bütünleşmenin tüketim, yatırım ve çıktı düzeyi gibi makroekonomik değişkenlerde yol açtığı etkileri analiz eden çok sınırlı sayıda çalışma yapılmıştır. Razin ve Rose(1994), 1950-1988 zaman diliminde 138 ülke için uluslararası mal ve sermaye hareketliliğinin tüketim, yatırım ve çıktı oynaklığı üzerindeki etkisini

incelemişler ve ne mal ne de sermaye hareketlilik düzeyi ile yatırım, tüketim ve çıktı değişkenliği arasında literatürde öngörülen güçlü ilişkilerin oluşmadığına yönelik bulgular elde etmişlerdir. 1960-1990 yılları arasında 24 OECD ülkesinde çıktı düzeyindeki değişkenliğin kaynaklarını araştıran Karras ve Song(1996), çıktı dalgalanmasının para arzındaki oynaklık ile pozitif, kamunun büyüklüğü ile negatif ilişkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca fiyat esnekliği ve sanayi yapısının çıktı oynaklığı üzerinde etkisi bulunmazken ekonominin açıklık seviyesi ve döviz kuru esnekliği, konjonktürel dalgalanmaların boyutu ile pozitif ilişki içindedir.

Denizer vd.(2000), 1956-1998 döneminde 70 ülke üzerinden panel veri yöntemini kullanarak finansal gelişme ve makro ekonomik oynaklık arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu çalışma ile finansal sistemleri gelişmiş olan ülkelerde reel kişi başı çıktı, yatırım ve tüketim artışı dalgalanmalarının daha az olacağı ve bankaların finansal sistemdeki nisbi öneminin yatırım ve tüketim oynaklığını, özel sektöre verilen kredilerin ise tüketim ve çıktı dalgalanmalarını açıklamada önemli parametreler olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Easterly vd.(2001) ise 60 ve 74 OECD ve gelişmekte olan ülkeden oluşan iki farklı örnekleme 1960-1978 ve 1979-1997 dönemleri için incelemiş ve derinleşmesini tamamlayan bir finansal sistemin tüketim ve üretim düzleşmesine fırsat vermesiyle ekonomide istikrarı sağlayıcı bir faktör olacağını belirtmişlerdir. Ayrıca aralarındaki ilişki doğrusal olmamakla birlikte etkin bir finansal sistemde, küçük düzeyde bir şokun bir noktaya kadar büyüme oranlarındaki oynaklığı azaltacağı öngörülmüştür.

24 OECD ülkesinde 1960-2000 dönemine ait panel veri analizini kullanarak finansal açıklık ve çıktı değişkenliği arasındaki etkileşimi inceleyen Buch vd.(2002), geçmiş literatürde edinilen sonuçlarla örtüşecek biçimde, bu iki değişken arasında tutarlı bir ilişkinin varlığını doğrulayan bulgulara ulaşamamışlardır. Bir başka çalışmada Köse vd.(2003) ise 1960-1999 dönemi için örneklemini, finansal olarak dış dünya ile daha çok entegre ve daha az entegre olan ülkeler olarak ikiye ayırmıştır. Bu çalışmadan elde edilen bulgular, finansal dışa açıklığı daha fazla olan ülkelerin belirli bir eşik düzeyine kadar daha çok tüketim hacmi dalgalanması yaşayacağına işaret etmektedir. Çalışmadan elde edilen bir diğer bulgu ise finansal bütünleşmenin

risk dağıtımını ve tüketim düzleştirmesi kazanımlarının ancak bu eşğin ötesinde ortaya çıkacağıdır.

Sermaye hesabı liberalizasyonunun tüketim oynaklığını ne yönde etkilediğini araştıran Bakaert vd.(2006), 1980-2000 zaman diliminde hisse senedi liberalizasyonuna geçiş yapan 40 ülke ve makroekonomik değişkenlerine ulaşılan 90 ülkeden oluşan iki farklı örneklem üzerinden analiz yapmış ve liberalizasyonun tüketim hacminde dalgalanmayı artırdığına yönelik anlamlı bir bulguya rastlamamışlardır.

Ticari ve finansal entegrasyonun çıktı dalgalanması ve büyüme üzerindeki etkisini inceleyen Köse vd.(2005) bu çalışmada, 1960-2000 dönemi için 85 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi baz almıştır. Farklı ekonometrik yöntemlerin uygulanması ile çıktı hacmindeki dalgalanma ve büyüme oranı arasındaki negatif yönlü ilişkinin 1990'lı yıllar boyunca devam etmesine rağmen ticari ve finansal entegrasyonun bu ilişkinin etkisini azalttığı anlaşılmıştır. Uluslararası finansal entegrasyonun göstergesi olarak coğrafi yakınlık değişkenini kullanan ve makroekonomik oynaklık ile arasındaki ilişkiyi araştıran Rose ve Spiegel(2009), uluslararası finansal aktivitelerden uzak kalan ülkelerin çıktı ve tüketim artış oranlarının daha fazla dalgalanma gösterdiğini tespit etmiştir.

Entegrasyon, makroekonomik oynaklık ve refah arasındaki bağı araştıran Evans ve Hnatkovska(2007), uluslararası risk çeşitlendirmesine imkan tanıyan daha çok finansal aracın kullanılmaya başlamasıyla entegrasyonun başlangıç aşamalarındaki oynaklığın azalma trendine girdiğini belirtmektedir. Çalışmadan edinilen bir diğer önemli bulgu ise finansal entegrasyonun refahı artırıcı etkisidir. Pancaro(2010) ise sermaye hesabı liberalizasyonunun tüketim oynaklığını artıran ve tüketim düzleştirmesini bozan etkilerine rağmen mal hesabı liberalizasyonunun tüketim dalgalanmasını azaltarak tüketim düzleştirmesine yardımcı olduğunu belirtmiştir.

### 3.3.2.Kriz Yaratma Eğilimi

Finansal bütünleşme çabalarının yoğunlaştığı son yirmi yılı aşkın süreçte, finansal kriz sayısındaki artış, krizlerin finansal bütünleşmenin bir boyutu olarak tanımlanmasına yol açmıştır. Son dönemlerde yaşanan krizlerin daha çok finansal entegrasyona geçiş yapan ekonomileri etkilemesi, küreselleşmenin kazanım ve riskinin eşitsiz bir biçimde dağıldığı yorumlarını beraberinde getirmiştir. Bu gelişmeler ayrıca krizlerin yapısının zaman içinde değişim gösterip göstermediği, hangi faktörlerin krize karşı dayanıklılığı artırdığı ve krizlerin bütünleşmenin istenmeyen bir sonucu olup olmadığı sorularının cevaplanmasını zorunlu kılmıştır(Prasad vd., 2004: 24).

Kaminsky ve Reinhart(2000), Detragiache ve Demirgüç-Kunt(1998), Glick ve Hutchinson(2001), finansal bütünleşme ile birlikte daha sık aralıkla kriz oluştuğuna dikkat çekmişler ve para krizlerinin oluşumu ve sermaye akımlarındaki oynaklık sonucu ekonomik kırılganlığının önüne geçilmesi için sermaye kontrollerini bir politika önerisi olarak gündeme taşımışlardır. Bu çalışmalarda finansal olarak dışa açık olan ülkelerin, kapalı olan ülkelere göre daha az sıklıkta ekonomik kriz yaşadıklarına vurgu yapılmaktadır. Ancak uygulamalı çalışmalardan edinilen bulguların çok az bir kısmı, sermaye kontrollerinin krizi önlemede etkin bir rolü olduğunu destekler niteliktedir(Glick vd., 2004: 1).

Uygulamalı çalışmalar böyle bir sonuca işaret etmesine rağmen, krizlerin neden özellikle finansal liberalizasyon eğilimlerinin hız kazandığı ülkelerde ortaya çıktığı sorusuna yanıt aranmaktadır. Bu soruyu dışa açılmanın ülkenin kendi tercihi(self selection) olduğunu belirterek yanıtlamaya çalışan Glick vd.(2004), ekonomik yapısında dengesizliklerin mevcut olduğu, finansal açıdan zayıf, politik istikrarsızlık ve kurumsal sorunları olan ülkelerin, ani sermaye kaçışına mani olmak ve krizden kaçınmak için sermaye kontrollerini devam ettirmesinin daha uygun olacağını belirtmiştir. Güçlü bir makroekonomik ve siyasi yapının hakim olduğu ve finansal sistem ve kurumlarının sağlam bir temele dayandığı ülkelerde, kriz yaşama ihtimalinin daha düşük olması nedeniyle dışa açılarak sermaye hareketlerinin kazanımlarından faydalanmak makul bir uygulama olacaktır(Schmukler, 2008: 50-

51). Ancak ekonomik yapısında sorunların olduğu ve kriz oluşma ihtimalinin yüksek olduğu ülkelerde dışa açılma süreci ekonomiyi dış şoklara karşı daha dayanıksız hale getireceği için kapalı ekonomi yapısını sürdürmek ülkenin lehine olacaktır(Dell'Aricecia vd., 2008: 18; Glick vd., 2004: 2).

Krizlerin yapısına ilişkin temel farklılıklar incelendiğinde, 1970 ve 1980'li yıllarda yaşanan krizlerin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından tecrübe edilmesine rağmen 1990'lı yılların ortalarından itibaren bu eğilimin farklılaştığı ve çoğunlukla gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına aldığı görülmektedir. Bu analiz, gelişmiş ülkelerin uyguladıkları politikalarla kendilerini krizin etkilerinden daha iyi korudukları veya krizin nedenlerinin zaman içinde değişime uğrayarak gelişmekte olan ekonomileri krize karşı daha dayanıksız yapmış olabileceği ihtimallerini akıllara getirmiştir. Bu bağlamda Calvo(1998), 1980'li yılların ikinci yarısı ve 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin finansal liberalizasyon sonucu sermaye hareketliliğinden kaynaklanmasına rağmen bu dönem öncesi krizlerin daha çok cari işlemler hesabı krizi olduğuna değinmektedir(Prasad vd., 2004: 24). Kaminsky ve Reinhart da benzer doğrultuda, finansal piyasaların yoğun biçimde düzenlendiği 1970'li yıllarda banka ve ödemeler dengesi krizleri arasında açık bir bağın olmaması nedeniyle bu genellemenin doğru olduğunu ancak 1980'li yıllarla birlikte finansal piyasaların dünya ile entegrasyonu sonucu banka ve para krizlerinin birlikte hareket ettiğini belirtmiştir. Kaminsky ve Reinhart ayrıca bankacılık sektöründeki sorunların para krizine yol açtığı ve para krizinin bankacılık sektörü krizini derinleştirerek bir kısır döngüyü başlattığına değinerek ikiz kriz(twin crises) kavramından bahsetmiştir(Kaminsky ve Reinhart, 1999: 473-474).

Finansal bütünleşmenin makroekonomik oynaklık üzerinde yol açacağı etkiler gibi kriz ihtimali üzerinde yaratacağı etkilerin de ülkeye ülkeye farklılık göstermesi, finansal bütünleşmenin kazanımlarının ortaya çıkması için hangi ön koşulların gerekli olduğunu konu edinen pek çok çalışmanın yapılmasına yol açmıştır. Bu çalışmaların üzerinde durduğu temel nokta ise finansal bütünleşmenin olumlu sonuçlarının ortaya çıkabilmesi için ülkelerin belirli bir eşğin ötesinde olmaları gerektiğidir. Bir ülkede gelişmiş ve iyi bir denetim mekanizmasına sahip

finansal sistem, nitelikli bir kurumsal yapı ve tutarlı makroekonomik politikalar olmaksızın finansal bütünleşmeye yönelik adımlar atılması, sermaye akımlarının ani olarak ülkeyi terk etmesi ve bu akımların kesilmesi gibi durumlarla ekonomiyi daha kırılgan hale getirecektir. Sağlam bir finansal yapı ve tutarlı politikalarla bu eşğin ötesinde olan ülkelerde ise kriz oluşma ihtimali daha düşük olacaktır(Köse vd., 2009a: 41-42).

Özellikle ulusal makroekonomik politikaların döviz rejiminin gereksinimleriyle örtüşmediği bir ortamda, sabit döviz kuru sistemi sürdürülürken sermaye işlemleri hesabının liberalize edilmesi, pek çok ülkede kriz yaşanmasına yol açmıştır. Böylesi bir durumda ülkelerin dalgalı döviz kuru sistemine geçişle birlikte sermaye kontrollerini aşamalı olarak kaldırmaları gerekmektedir. Ayrıca makroekonomik yapısında sorunların olduğu bir ülkenin finansal liberalizasyona yönelik girişimlerde bulunması, mali politikalarda tedbirsizlikle ilişkili olarak riski şiddetlendirecektir. Bankacılık sisteminde zayıf bir kontrol mekanizmasının olduğu ve ulusal sermaye piyasalarında aksaklıklar yaşayan bir ülkeye giren yabancı sermaye, ev sahibi ülkede risk unsurlarını harekete geçirebilecektir(Köse ve Prasad, 2007: 7).

Finansal reformlar ile finansal kriz arasındaki ilişkinin varlığını araştıran iki temel çalışmada hem Fry(1988) hem de Sundararajan ve Balifio(1990), finansal reformlar ile finansal kriz arasında anlamlı bir ilişki bulamamalarına rağmen finansal liberalizasyon reformlarının finansal ve finansal olmayan kurumların kırılganlığını artırarak krize yol açabileceği bazı kanallar olduğundan bahsetmişlerdir. Bunlar(Hossain ve Chowdhury, 1996: 51-52):

- Finansal liberalizasyon, finansal sisteme giriş serbestisini artırmasıyla finansal kurumların aşırı risk almasına yol açabilir. Hükümetin mudi ve bankerlerin kayıplarına karşılık teminat vermesi de finansal araçların daha fazla risk almasını teşvik edici bir unsurdur.
- Geleceğe ilişkin olumlu beklentilerin varlığında finansal liberalizasyonun faiz oranlarını yükseltmesi, krediler için suni bir talep oluşturacaktır.

- Finansal reformların ardından kredi talebindeki ani artış, faiz oranları finansal kurumlar tarafından riskli olduğu düşünülen bir düzeyin üzerinde olduğunda kredi tayınlamasına yol açabilecektir.
- Finansal liberalizasyona çoğu zaman denetleyici bir otorite olmadan girişilmesi de finansal krizlerin temel nedenlerinden birini teşkil eder.
- Faiz oranı liberalizasyonu, bankalar ve diğer finansal kurumların uzun vadeli varlıklarının kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi durumunda bu kurumları olumsuz yönde etkileyebilir.

### 3.3.3. Ekonomik Büyüme

Solow'un 1956 yılına ait çalışmasında teorik temellerini açıkladığı neo-klasik büyüme modelinde yurtiçi sermaye miktarındaki artış vasıtasıyla ekonomik büyüme oranının yükseltilebileceği öngörülmüştür. Neo-klasik modelin bu varsayımı çerçevesinde, finansal liberalizasyonun sermayenin bol olarak bulunduğu gelişmiş ülkelerden, kıt ve getirisinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmesi, yurtiçi tasarruflar için tamamlayıcı bir kaynak olacak ve bu şekilde yurtiçi yatırımlarla birlikte ekonomik büyüme oranı da artırılabilir (Henry, 2007: 887-888).

Finansal liberalizasyon teorisinin öncülerinden olan McKinnon ve Shaw, finansal baskı olarak adlandırılan negatif faiz oranı ve fiyat oluşumuna devlet müdahalesi uygulamalarının, finansal sistemin gelişimine mani olması ve düşük büyüme oranlarına yol açmasından dolayı terk edilmesi gerektiğine işaret etmektedirler. Tasarruf fonksiyonunun reel mevduat faiz oranı ve reel çıktı oranının artan, yatırım fonksiyonunun ise reel kredi faiz oranının azalan, büyüme oranının artan bir fonksiyonu olduğu düşünüldüğünde, faiz oranları üzerine konulan tavanların liberalizasyon sonucu kaldırılmasıyla yükselen faiz oranları, tasarrufları artıracak ve düşük getirili yatırım projelerinin reddedilmesine yol açacaktır. Böylece yatırımların etkinliğindeki artış, çıktı hacmine yansıtacak ve finansal liberalizasyon politikalarının tasarruf eğilimini artırması aynı zamanda ekonomik büyümeye de hizmet etmiş olacaktır (McKinnon, 1973: 71-77; Shaw, 1973: 81-87).

Finansal liberalizasyonun iç ve dış olmak üzere iki eksenine olduğu düşünüldüğünde de, ödemeler bilançosu sermaye işlemleri hesabının açılmasıyla ülkenin yabancı finansal sistemler ile bağının güçlenmesi ve finansal anlamda bütünleşmesinin de ekonomik büyüme üzerinde etkisi olacaktır. Finansal liberalizasyon sonrası serbest dolaşım imkanına kavuşan yabancı sermaye, kendine en yüksek getiriyi sağlayan piyasaların arayışı içine girecek ve sermayenin kıt ve getirisinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmesi, bu ülkelerdeki kaynak miktarını artıracaktır(Schmukler, 2008). Riskin global ölçekte dağılımı sonucu sermaye maliyetindeki azalış, ülkede yatırım hacmini genişletirken teknoloji transferi de etkinlik ve verimlilik artışı aracılığıyla ekonomik büyümenin sağlanmasına hizmet edecektir. Ayrıca finansal sistemin gelişmişliği ve yeni finansal araçların kullanımı da finansal sistemde rekabete ve kalite yükselişine katkıda bulunacaktır.

Konuyu iç finansal liberalizasyon ekseninde menkul kıymetler piyasasına ilişkin düzenlemelerin ekonomik büyüme üzerinde yaratacağı etki açısından irdeleyecek olursak, finansal liberalizasyonun pozitif büyüme öngörüsünün aksine büyüme oranlarını olumsuz yönde etkileyebileceği görülür. Demirgüç-Kunt ve Levine, finansal piyasalardaki likidite artışının üç kanal aracılığıyla ekonomik büyümeyi azaltacağını öngörür. Bu kanallardan ilki, yatırımların getirisindeki yükselişin gelir ve ikame etkileri sonucu tasarrufları azaltarak ekonomik büyümeye zarar vermesidir. İkinci olarak belirsizliğin düşük seviyede oluşu, riski sevmeyen yatırımcıları yatırım yapmaya teşvik edecek ve geleceğe ilişkin daha net öngörü yapabilen bireyler zorunlu tasarruftan vazgeçebileceklerdir. Son olarak ise menkul kıymet piyasasındaki likidite, yatırımcılara ellerindeki varlıkları hemen satma imkânı verdiğinden yatırımcılarda miyopi yaratarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilir(Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996: 230).

Finansal bütünleşmenin kriz yaratma ihtimaline karşın finansal açıdan dış dünya ile daha fazla etkileşim içinde bulunan ülkelerin diğer ülkelere göre yaşam kalitesi ve kişi başı gelir düzeylerinde daha iyi konumda olmaları, finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğunu savunan çalışmalarda

sıklıkla tekrarlanmaktadır. Özellikle konuyla ilgili son dönemlerde yapılan uygulamalı çalışmaların bulguları, finansal bütünleşmeden büyüme oranındaki iyileşmeye doğru bir nedenselliğin olduğunu gösterse de bu ilişkinin her zaman geçerli olduğunu söylemek yanlış olacaktır(Köse vd., 2003: 3).

Teoride finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test eden çalışmaların bulguları oldukça çeşitlilik göstermekte ve bu nedenle bu konuda fikir birliğinin olduğundan söz etmek mümkün olmamaktadır. Bu çalışmaların bir kısmı finansal liberalizasyonun büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğunu belirtse de, büyük çoğunluğu finansal liberalizasyonun yüksek büyüme oranlarına ulaşmak için gerekli olmadığına işaret etmekte ve ülkeden ülkeye farklılaşan karma bulguların varlığından bahsetmektedir(Arestis ve Caner, 2005: 99). Arestis ve Demetriades ise konuya nedensellik ilişkisi yönünden bir açıklama getirerek hızlı büyüyen ülkelerin finansal sistemlerini liberalize etmelerini daha olası görmekte ve bu nedenle büyümeden finansal gelişmişliğe doğru ters bir nedensellik ilişkisine işaret etmektedir(Arestis ve Demetriades, 1997: 790).

Finansal liberalizasyon ve büyüme ilişkisini inceleyen çalışmaların böylesine karma sonuçlara ulaşmasının nedeni olarak iktisatçılar tarafından gösterilen gerekçeler ise üç temel noktada toplanmaktadır. Bunlardan ilki, pek çok çalışmada ülkelerarası gelir farklılığının ülkedeki sermaye-emek oranından değil de *soft faktörler* olarak tanımlanan yönetim ve hukukun üstünlüğü gibi etmenlerden kaynaklandığına inanılmasıdır. Bu soft faktörler, ülkedeki ekonomik büyüme oranlarını dolaylı olarak etkilemesine rağmen, standart regresyon analizi çerçevesinde bu faktörlerin tanımlanması mümkün olmamaktadır(Prasad vd., 2003: 2-3). İkinci neden olarak ise liberalizasyonunun yanlış bir sıralama takip edilerek uygulandığı bazı gelişmekte olan ülkelerde liberalizasyon politikaları para ve bankacılık krizlerinin nedeni olarak görülmüş ve bu krizlerin çıktı hacmini azaltması büyüme oranlarında da gerilemeye yol açmıştır. Finansal liberalizasyon ve büyüme ilişkisine yönelik bulguların çeşitliliğine yol açacak bir diğer neden ise geniş bir ölçekte yer alan farklı pek çok ülkede liberalizasyonu ölçme ve tanımlamada yaşanan zorluktan kaynaklanabilir. Çalışmalarda kullanılan ölçme yöntemleri, incelenen

zaman dilimi, kullanılan veri seti ve tahmin tekniklerinin farklılık göstermesi, aynı parametreler arası ilişkiyi araştıran farklı çalışmaların bulgularını da çeşitlendirecektir(Arestis ve Caner, 2005: 102; Edison vd., 2004: 236-239).

Böylesine karma bulgulara ulaşılmasının bir diğer gerekçesi ise finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde yaratacağı etkinin belirli bazı eşik kriterlerinin aşılmasının ardından ortaya çıkacağına yöneliktir. Borenzstein vd., gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde yaratacağı etkinin, ülkedeki beşeri sermaye düzeyine bağlı olarak farklılaşabileceğini belirtmektedir. Beşeri sermayenin düşük seviyede kaldığı bir ülkede büyüme oranı üzerinde oluşacak pozitif etki de sınırlı kalacak, beşeri sermayenin belirli bir eşğin üstünde olduğu ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırımlar teknoloji transferi için önemli bir aracı vazifesi görerek, ev sahibi ülkedeki büyüme oranlarını artırıcı sonuçlar verecektir(Borenzstein vd., 1998: 117). Ayrıca sermaye akımının gelişmekte olan ülkeye doğrudan yabancı yatırım şeklinde giriş yapması, bu ülkelerde teknolojinin yayılmasına katkı yaparak yönetim ve diğer organizasyonel uzmanlıkların da gelişmiş ülkelerden öğrenilmesine yardımcı olacaktır(Prasad vd., 2007a: 474).

Finansal liberalizasyonun beklenen olumlu etkilerine rağmen neden bütün ülkelerde büyümeye destek sağlamadığı sorusuna Caprio ve Hanson, makroekonomik krizler ve finansal liberalizasyon arasındaki iki yönlü ilişkiye dikkat çekerek cevap verir. Finansal krizler, ekonomide var olan sorunlar, denetim ve regülasyon eksiklikleri nedeniyle ortaya çıkmasına rağmen, bu problemlerin varlığı özellikle liberalizasyona yönelik politikaların hayata geçirilmesiyle anlaşılacağı için serbestleşme uygulamaları krizlerin sorumlusu olarak görülmektedir. Dolayısıyla liberalizasyonunun tetiklediği bir finansal kriz, liberalizasyonun pozitif etkilerini maskeleyeceği için kazanımlar ancak uzun vadede, krizlerin olumsuz etkilerinin azalmaya başlamasının ardından kendini gösterecektir(Caprio ve Hanson, 1999: 17-18).

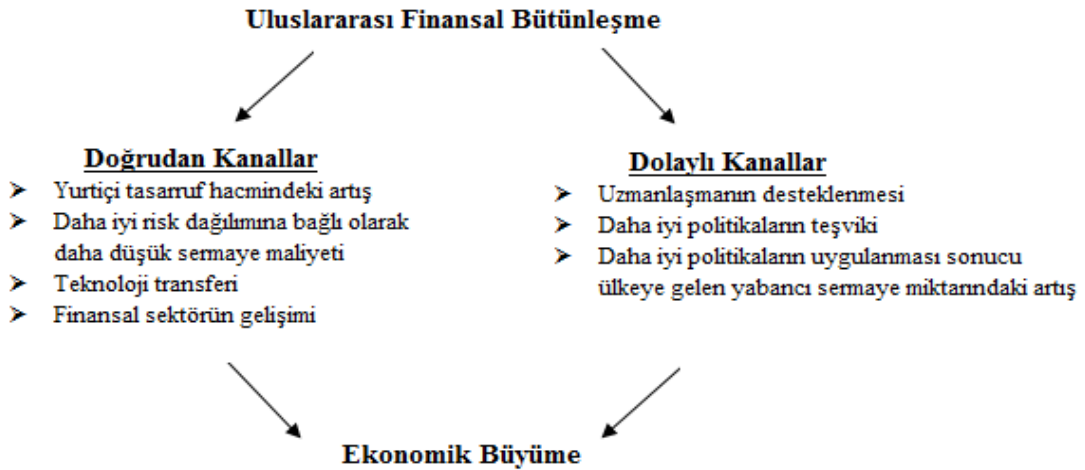
Konuyla ilgili teorik çalışmalarda, finansal liberalizasyon politikalarının uluslararası finansal bütünleşmeyi sağlayarak gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme oranlarını etkileyeceği doğrudan ve dolaylı olmak üzere bazı aracı

değişkenlerin varlığından bahsedilmiştir(Dell'Ariccia vd., 2008; Prasad vd., 2003, 2004; Köse vd., 2009a; Wei, 2006). Bir sonraki başlık altında büyüme oranları üzerinde etki yaratan, doğrudan ve dolaylı değişkenlerin neler olduğu hakkında kapsamlı açıklamalara yer verilecektir.

### 3.4. Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Büyüme Etkileme Kanalları

Literatürde gelişmekte olan ülkelerde finansal bütünleşmenin büyüme katkı sağlayacağı doğrudan ve dolaylı olarak etki yaratan pek çok aracı değişkenin bulunduğu belirtilmektedir. Uluslararası finansal sisteme entegrasyonun ekonomik büyüme oranları üzerinde etkiye yol açacağı bu aracı değişkenler, dell'Ariccia vd.(2008), Köse vd.(2009a, 2010), Mirdala(2006), Prasad vd.(2003, 2004), Wei(2006) tarafından doğrudan ve dolaylı kanallar şeklinde ikili bir sınıflandırma çerçevesinde analiz edilmiştir. Bu çalışmalardan Prasad vd.(2003, 2004), etkileşim araçlarının neler olduğunu Şekil 7'de gösterildiği üzere sistematik bir şekilde açıklamıştır(Prasad vd., 2003: 13; Prasad vd., 2004: 36).

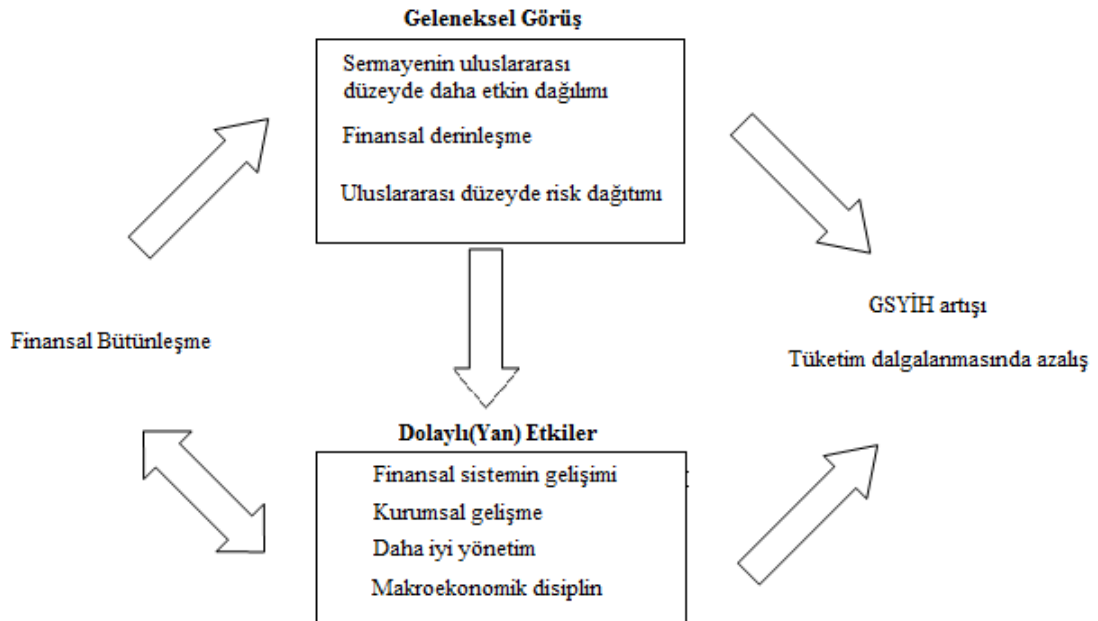
#### Şekil-7: Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerinde Değişime Yol Açtığı Doğrudan ve Dolaylı Kanallar



Kaynak: Prasad vd., 2003: 13; Prasad, 2004: 36.

Köse vd.(2009a, 2010) ise Prasad vd.(2003, 2004)'ın doğrudan ve dolaylı olarak sınıflandırdığı etkileşim kanallarını geleneksel görüş ve farklı bir bakış açısı olarak tanımladığı ikili bir sınıflandırma takip ederek açıklamıştır. Geleneksel görüş, sermaye akımlarının GSYİH'yı artırması ile tüketim dalgalanmalarını azaltacağı ve ekonomik büyümeye destek vereceğini belirten, Prasad vd.(2003, 2004)'ın doğrudan kanallar olarak bahsettiği değişkenlerin önemi üzerinde durur. Ayrıca geleneksel görüşte yer alan doğrudan kanallara ilave olarak finansal bütünleşmenin ekonomik sistemde yol açtığı dolaylı(yan, ikincil) etkilerle katalizör vazifesi gördüğü ve ekonomik büyüme oranını temel olarak bu dolaylı kanallar vasıtasıyla etkilediğine dikkat çekilmektedir(Köse vd., 2009a: 42; Köse vd., 2010: 4296-4299). Köse vd.(2009a, 2010) tarafından finansal bütünleşmenin büyüme oranı ve tüketim dalgalanmaları üzerinde etki yaratacağı belirtilen aracı değişkenler Şekil 8'de sıralanmıştır.

#### Şekil-8: Finansal Bütünleşmenin Büyüme Oranları Üzerindeki Etkisine Yönelik Geleneksel Görüş ve Dolaylı(Yan) Etkileri



Kaynak: Köse vd., 2009a: 42.

Finansal bütünleşmenin büyüme oranlarını temel olarak dolaylı kanallar aracılığıyla etkileyecek olması aynı zamanda finansal liberalizasyonun kazanımlarına ilişkin önemli noktalara da açıklama getirmektedir. İyi bir kurumsal yapının inşası, piyasa denetiminin geliştirilmesi ve finansal piyasalarda derinleşmenin sağlanması zaman alıcı ve dolaylı olarak büyümeyi etkileyen faktörlerdir. Bu dolaylı etkiler sonucu elde edilecek kazanımların yapısal, kurumsal ve makroekonomik politikalarda iyileşmeyi gerektirmesi ve bu gelişmelerin zaman alması, kısa vadede finansal bütünleşmenin maliyetlerinin daha önce ortaya çıkmasının temel nedenidir(Köse vd, 2009a: 10-11).

Teorik modeller finansal bütünleşme ile büyüme arasında bir dizi etkileşim kanalının olduğunu belirtse de uygulamalı çalışmalardan elde edilen sonuçlar, bu iki değişken arasında güçlü bir nedensellik bağı kurmanın zor olduğu ve finansal entegrasyonun büyüme üzerinde pozitif etkisi olsa bile bunun belirgin ve istatistiksel açıdan önemli olmadığına işaret etmektedir. Bu iki değişken arasında pozitif bir ilişki olduğunu kabul eden çalışmalarda, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkilerinin ancak belirli koşulların sağlandığı ülkelerde ortaya çıkacağı bir diğer ifadeyle finansal bütünleşmenin kazanımlarının elde edilmesi için “eşik etkisinin(threshold effect)” önemli olduğuna dikkat çekilmektedir(Prasad vd., 2003: 29; Wei, 2006: 460). Ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi ve kurumsal kalitesi, finansal bütünleşmeden beklenen kazanımların ortaya çıkmasını belirleyen önemli eşik değişkenleri arasında yer almaktadır(Dell’Ariccia, 2008: 17).

Finansal bütünleşmenin büyüme oranı üzerindeki etkilerinin neler olabileceğine dair yapılan açıklamaların ardından, farklı ülkeler üzerinden, değişik tekniklerle yapılan çalışmalarda bu etkileşimi sağladığı belirtilen doğrudan ve dolaylı kanallar alt başlıklar halinde irdelenmeye çalışılacaktır.

### **3.4.1.Doğrudan Kanallar**

Köse vd.(2009a, 2010) tarafından geleneksel aracı değişkenler olarak da ifade edilen doğrudan kanallar, sermaye akımlarının GSYİH’da artış ve tüketim dalgalanmasında azalış yaratabileceği doğrudan aracı değişkenleri içermektedir. Bu

değişkenler bir diğer ifadeyle finansal bütünleşmenin büyüme artışı ve tüketim dalgalanması azalışına yol açtığı doğrudan kanallar; yurtiçi tasarruf hacmindeki artış, riskin dünya ölçeğinde dağıtılması sonucu düşük sermaye maliyeti, teknoloji transferi ve finansal sektörün gelişmişliğidir.

#### **3.4.1.1. Yurtiçi Tasarruf Hacmindeki Artış**

Bireyler ve hanehalkının tasarruf tercih ve eğilimleri, yurtiçi toplam tasarruf düzeyi yanında ekonomik büyüme oranının da temel belirleyicilerinden biridir. Karar birimleri, sahip oldukları gelirlerinin cari tüketim haricinde arta kalan kısmını geleceğin belirsiz olması dolayısıyla ileride tüketim düzleştirmesi yapmak amacıyla tasarruf ederler. Tasarruf kararı bu niteliği dolayısıyla şimdiki ve gelecekteki tüketim arasında bir değiş-tokuş kararıdır(Gersowitz, 2007: 383).

1950 ve 1960'lı yıllarda altın çağını yaşayan Keynesyen politikaların etkisiyle, düşük faiz ve yüksek enflasyon oranı sonucu negatif değer alan reel faiz oranları popüler bir politika olmuş ve bu baskıcı uygulamalar nedeniyle yurtiçi tasarruf hacmi, sınırlı bir seviyede kalmıştır. Keynesyenler, düşük faiz oranlarının yatırımlar üzerinde uyarıcı etki yapacağı gerekçesiyle faiz oranlarının düşük hatta negatif değer almasını savunmaktaydılar. Ancak 1970'li yıllarla birlikte düşük faiz politikasının bu önerisi geçerliliğini yitirmiş ve finansal baskı politikaları ciddi şekilde sorgulanmaya başlanmıştır. Özellikle McKinnon(1973) ve Shaw(1973)'un birbirinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda, faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasına yönelik tartışmalar yoğunlaşmıştır(Gylfason, 1981: 233; Molho, 1986: 90).

McKinnon ve Shaw'un teorik altyapısını inşa ettiği finansal liberalizasyon hipotezine ilişkin temel öngörülerden biri, faiz oranı kontrollerinin kaldırılmasıyla yükselen faiz oranlarının tasarrufları teşvik edeceğiydi. Tasarrufların faiz oranlarındaki artışa cevap vereceği varsayımı üzerine inşa edilen bu hipotez, artan tasarruf hacminin daha çok yatırımı finanse ederek ekonomik büyümeyi destekleyeceğini öngörmektedir. Ancak liberalizasyon tecrübelerinin bu doğrultuda sonuçlar vermemesi, faiz oranları ve tasarruf hacmi arasında zıt yönde işleyen gelir

ve ikame etkilerinin nisbi önemi tartışmalarını beraberinde getirmiştir(Arestis ve Caner, 2005: 96-97; Stiglitz, 1994: 40).

Yükselen faiz oranları gelecekteki tüketimini daha avantajlı hale getireceği için bireylerin şimdiki tüketim yerine gelecekteki tüketimi tercih etmelerine neden olacak ve bu durumda tasarruf hacmi kesinlikle artış gösterecektir. Böylesi bir sonuç faiz oranının tasarruf ve tüketim üzerindeki ikame etkisinin bir sonucudur(Dornbusch ve Reynoso, 1989: 205). Kişinin tasarruf ettiği miktarı başkasına borç vermesi ile elde edeceği faiz geliri sonucu bugünkü gelirin üzerinde tüketme imkanına kavuşması ise gelir etkisi neticesinde ortaya çıkmaktadır. Ancak yükselen faiz oranlarının gelir etkisi, tasarruf eğilimine bağlı olarak belirsizlik gösterecektir. Böylece faiz oranlarındaki değişimin tasarruf hacmi üzerinde yaratacağı net etki, gelir ve ikame etkilerine bağlı olacağından net etki belirsiz olacaktır. İki döneme ilişkin tüketimler arası ikame esnekliğinin birden büyük olduğu durumlarda, faiz oranlarındaki artış tasarruf artışına yol açacaktır(Blanchard ve Fischer, 1989: 93-94). Buradan hareketle McKinnon ve Shaw'un öngördüğü üzere finansal liberalizasyonun tasarruf hacminde artış yaratabilmesi için ikame etkisinin gelir etkisinden nisbi olarak büyük olması şarttır.

Finansal liberalizasyonun tasarruf edilen kaynakların üretken yatırımlara dönüşmesi sonucu etkinliği artırıcı özelliği kesin olmasına rağmen tasarruf hacminde yaratacağı değişimin ne kadar olacağı teorik olarak belirsizdir. Finansal sistemin liberalizasyonu, ülkede tasarrufların değerlendirilebileceği pek çok finansal aracın gelişmesine de ortam hazırlanmış olmaktadır. Liberalizasyonun uzun dönemde tasarruf hacmi üzerinde yaratacağı etki, yükselen kredi faiz oranları ve kredi kısıtı tarafından belirlenirken, kaynakların etkin dağılımı, tasarruf artışı ile ekonomik büyümeyi yükseltirken aynı zamanda gelir düzeyi yükselen bireylerin daha fazla tasarruf yapmasına da imkan tanıyacaktır. Finansal liberalizasyon sonrası faiz oranlarındaki artışın kısa vadede ekonomiye bir yansıması olan yurtiçi portföy yapısındaki değişiklik ve ülkeye giren sermaye miktarındaki yükseliş, geçici ve doğrudan bir etkiyle yurtiçi tasarruf hacmini artıracaktır. Dolayısıyla finansal liberalizasyonun tasarruf hacmi üzerinde nasıl bir değişim yaratacağının

belirlenebilmesi için bu kısa ve uzun vadeli etkilerin her birinin göz önünde bulundurulması gerekmektedir(Bandiera vd., 2000: 240).

Finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etki yaratacağı ilk aracı değişken olan yurtiçi tasarruf hacmindeki artış, iç finansal liberalizasyon boyutunda artan faiz oranlarının tasarrufları ve yatırımları teşviki sonucu ekonomik büyümeye destek verecektir. Dış finansal liberalizasyon boyutunda ise sermaye hareketlerine mani olan engellerin azaltılması veya tamamen kaldırılmasıyla sermayenin bol olduğu gelişmiş ülkelere az olarak bulunduğu gelişmekte olan ülkelere doğru akması sonucu ekonomik büyüme oranını artıracaktır(düşünülmektedir)(McKinnon, 1973; Shaw, 1973). Ancak neo-klasik teorinin özellikle sermaye hareketleri konusundaki bu öngörüsü, Lucas(1990) tarafından bir paradoks olarak görülmüştür. Lucas(1990), gelişmekte olan ülkelerin teknolojik geriliği, bu ülkelerde bulunmayan üretim faktörleri, hükümet politikaları ve kurumsal yapılarındaki farklılıklar ile politik risk gibi sermaye piyasalarındaki aksaklıklar dolayısıyla getiri oranı yüksek olmasına rağmen yabancı sermayeyi ülkeye çekmekte başarısız olacaklarını ve ülkeye yabancı sermaye girişi olsa dahi bunun yurtiçi tasarruf hacmi üzerindeki etkisinin geçici olacağını vurgulamıştır(Alfaro vd., 2006: 1-2; Lucas, 1990: 92-96).

Demirgüç-Kunt ve Levine, finansal piyasalardaki likidite artışının üç kanal aracılığıyla ekonomik büyümeyi azaltacağını öngörür. Bu kanallardan ilki, liberalizasyon sonrası yükselen faiz oranlarının düşük getirili yatırım projelerine mani olması ve yatırımların getirisini artırmasıyla, gelir ve ikame etkileri sonucu tasarrufları ve büyüme oranını düşürebilir. İkinci olarak, belirsizliğin düşük düzeyde olduğu bir ekonomik ortamda bireylerin geleceğe ilişkin daha net öngörü yapabilmesi, riskten kaçınan yatırımcıları yatırım yapmaya teşvik edecek ve sonuçta zorunlu tasarruflar azalış gösterebilecektir. Son olarak ise sermaye piyasalarının yatırımcılara ellerindeki varlıkları hemen satma imkânı vermesi, yatırımcılarda miyopi yaratarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilecektir(Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996: 230).

Finansal liberalizasyonun tasarruf hacmi üzerindeki etkisini inceleyen uygulamalı çalışmaların bulguları çeşitlilik arz etse de, bu çalışmaların büyük bir kısmının finansal liberalizasyon ile tasarruf hacmi arasındaki ilişkinin belirsiz olduğu noktasında hemfikir olduğu söylenebilir.

Fry(1978), yedi az gelişmiş Asya ülkesinde 1962-1972 dönemi için reel faiz oranlarındaki değişimin tasarrufların GSYİH içindeki payı üzerinde pozitif etkisi olduğuna dikkat çekerken, aynı ülkeleri baz alarak bu bulguyu yeniden test eden Giovannini(1983) ise tasarrufların faiz esnekliğinin istatistiksel olarak önemli olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde, Bandiera vd.(1998) finansal liberalizasyonun farklı bileşenlerini kullanarak oluşturdukları finansal liberalizasyon indeksi ile 1970-1994 döneminde Şili, Gana, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Türkiye ve Zimbabwe’de reel faiz oranlarının tasarruf üzerinde etkisi olduğuna ilişkin güçlü bir kanıt tespit edememişlerdir.

1960-1977 dönemini kapsayan verilerle 12 Asya ülkesinde reel faiz oranı ve tasarruf hacmi arasındaki ilişkiyi irdelleyen Gupta(1984), finansal liberalizasyonun tasarrufları artıracığına yönelik hipotezin yalnızca dört ülkede doğrulandığı, diğer ülkelerde reddedildiğini belirtmiştir. de Melo ve Tybout(1986), Uruguay’da reform sonrası süreçte tasarrufların artma yönünde bir eğilim sergilemesine rağmen, liberalizasyon sonrası artan faiz oranlarının tasarruf üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak önemli olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Bayoumi(1993) ise 1971-1988 dönemi için İngiltere’de bulunan 11 bölgeden derlediği verilerle finansal deregülasyon sonrası ülkede tasarruf oranlarının düştüğüne yönelik bulgulara ulaşmıştır. Finansal deregülasyonla birlikte hanehalkı tarafından yapılan tasarruflar, finansal yeniliklerle bağlantılı olarak azalış gösterirken, tasarruf eğilimi; mal varlığı, reel faiz oranları, cari gelir ve demografik faktörlere karşı daha duyarlı olmaya başlamıştır.

Reinhart ve Ostry(1995), örneklemini oluşturan 12 ülkeyi üst-orta ve düşük gelir düzeylerine göre sınıflandırarak tasarrufların faiz değişimlerine ne cevap verdiği sorusuna yanıt aramıştır. Ülkelerin tasarruf düzeyi ve tasarrufların faize

verdiği tepkinin ülkenin gelir düzeyiyle açıklanabileceği, dolayısıyla da finansal liberalizasyon politikaları sonucu yükselen faiz oranlarının olumlu etkileri olmakla birlikte bu politikaların hanehalkı tasarruf kararı üzerindeki doğrudan etkisinin düşük gelirli ülkelerde daha az olacağını önermiştir. Boskin(1978) ise 1929-1969 döneminde ABD ekonomisi için faiz oranlarındaki artışın özel tasarrufları artıracığından bahsetmiştir.

#### **3.4.1.2.Risk Çeşitlendirmesine Bağlı Olarak Sermaye Maliyetinin Azalması**

Klasik iktisat teorisinde, finansal liberalizasyonun uluslararası sermaye hareketliliğini artırması ile tasarruf kısıtı içinde bulunan ülkelerin üretken yurtiçi yatırımlarını yabancı kaynaklarla finanse etme imkanı yakalaması yanında yatırımcıların da portföylerini çeşitlendirme, riski dağıtma ve bugün ve gelecekteki tüketim tercihleri arasında seçim yaparak tüketim düzleştirmesi fırsatı yakalayacakları öngörülmektedir(Eichengreen, 1999).

Birçok iktisatçı ve uluslararası organizasyon, finansal piyasaların dış dünyaya açılmasıyla beraber yatırım artışı ve risk çeşitlendirmesi ile kaynak dağılımındaki etkinliğin sağlanarak tüketim ve gelir dalgalanmalarını azaltıcı ve refahı artırıcı sonuçlar vermesinden dolayı, finansal liberalizasyon ve uluslararası sermaye hareketliliğini savunmaktadır(Köse vd., 2009a: 10). Sermaye serbestisini savunmaktaki esas mantık, liberalizasyonla birlikte yurtiçi ve yabancı yatırımlar arasında risk dağıtma imkanlarının risk çeşitlendirmesine fırsat vereceği ve sonuçta firmaları daha çok yatırım yapma yönünde teşvik etmesiyle büyümeye yardımcı olacağına yönelik beklentidir(Prasad vd., 2003: 13). Finansal liberalizasyonla birlikte sermayenin bol olduğu ülkeden kıt olduğu ülkeye doğru hareketinin önünde herhangi bir engel kalmaması ve özgürce dünya piyasalarında dolaşım imkanı bulması, tasarrufların global ölçekte daha etkin dağılımına da hizmet edecektir. Sermayenin kıt olduğu ülkelerin gelişmekte olan ülkeler olduğu göz önüne alındığında gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere kıyasla portföy ve risk çeşitlendirmesinden daha fazla kazanım elde edeceği söylenebilir(Driessen ve Laeven, 2003: 176). Ayrıca ülkeye giren sermayenin yurtiçi menkul kıymetler piyasasındaki likiditeyi artırması,

hisse senetlerinin risk primini azaltacak ve yatırımlar için gerekli olan sermayenin maliyetini düşürecektir(Prasad vd., 2003: 13).

Sermaye hareketliliğinin portföy çeşitlendirmesi, risk dağılımı ve zamanlar arası ticarete yönelik imkanlar yaratması gibi fırsatları yanında hanehalkı ve firmalara gelirlerinin düşük olduğu zamanlarda borç alarak, yüksek olduğu dönemlerde geri ödeme imkanı sunmasıyla tüketim düzleşirmesine de imkan tanıdığı bilinmektedir(Calvo vd., 1996: 123-124). Yurtdışından borç alma imkanı, konjonktürel dalgalanmaların olumsuz etkisini hafifletmeye yardımcı olmakta ve yurtiçi gelir, yurtiçi tüketim ve yatırım harcamalarında ani düşüşün olduğu dönemlerde toplam talepteki gerilemenin yol açacağı zararlardan hanehalkı ve firmaları koruyucu bir önlem işlevi görmektedir(Eichengreen vd., 1998: 12).

Finansal bütünleşmeyi riski global düzeyde dağıtmaya yardımcı olacak bir araç olarak gören Prasad vd.(2004), risk dağıtımının dolaylı olarak uzmanlaşmaya yol açacağına dikkat çeker. Risk dağıtımı ile uzmanlaşma arasındaki etkileşime literatürde ilk kez değinen Gurley ve Shaw(1955) olmasına rağmen finansal araçların yatırımcılara çeşitlendirilmiş portföy imkanı sunmasıyla risk dağıtımının uzmanlaşmaya yol açması Saint-Paul(1992) tarafından modellenmiştir(Acemoglu ve Zilibotti, 1997: 712). King ve Levine(1993b), yenilikçi projeler arasında portföy çeşitlendirmesinin riski azaltacağını belirterek, riskin düşük düzeyde olduğu bir ekonomide yenilikçi faaliyetlere yönelik yatırımların teknolojik değişimi teşvik edeceği ve büyümeyi hızlandıracağına dikkat çeker. Benzer eksende risk dağıtımı ile ekonomik büyüme arasında ilişki kuran bir diğer çalışma da Bencivenga ve Smith(1993)'dir.

Finansal liberalizasyon sonrası risk çeşitlendirmesi ile gerçekleşmesi arzu edilen tüm bu olumlu sonuçların ne düzeyde gerçekleştiğini analiz eden uygulamalı çalışmaların çoğunda örneklem olarak gelişmiş ülkeler tercih edilmiş ve gelişmekte olan ülkeleri baz alan çalışmaların sayısı oldukça sınırlı kalmıştır. Bu çalışmalardan Lewis(1996), Obstfeld(1994), Sorenson ve Yosha(1998), risk dağıtımının gelişmiş ülkelerde bile sınırlı kaldığı ve beklenen refah kazanımlarının gerçekleşmediğine yönelik bulgulara ulaşmışlardır.

Benzer bulguya ulaşan çalışmaların bir diğesinde Devereux ve Smith, risk dağıtımının bireyleri tasarruf yapmaktan vazgeçireceğini ve düşük tasarruf hacminin ekonomik büyüme oranlarını düşüreceğine dikkat çeker(Devereux ve Smith, 1994: 536). Obstfeld(1994) ise global ölçekte risk dağıtımının yüksek getirili riskli projelere yönelik yapıldığına ve risk dağıtımından elde edilen refah kazanımının büyük çoğunluğunun gelişmiş ülkeler tarafından sağlandığına dikkat çeker. OECD ülkeleri üzerinden analiz yapan ve gelişmekte olan ülkelerde risk dağıtımını inceleyen sınırlı sayıda çalışmadan ikisi olan Obstfeld(1994) ve Lewis(1996), analiz dönemlerinin bitiş tarihleri, gelişmekte olan ülkelerin finansal bütünleşme dönemlerini kapsamadığı için bu ülkelere ait ulaştıkları bulgular güvenilir olmaktan uzaktır.

Köse vd., geleneksel görüşün finansal bütünleşmeyle tüm ülkelerde risk dağıtımının sağlanacağına yönelik öngörüsünün gelişmekte olan ülkelerde geçerliliğini destekleyecek bir kanıtın olmadığını belirtmiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasında dış dünya ile daha çok entegre olan yükselen ekonomilerde bile risk dağıtımında bir iyileşme olmadığını ancak gelişmiş ülkelerde risk dağıtımının son yirmi yıl içinde iyileştiğine dair bazı bulguların bulunduğuna dikkat çeker. Diğer bir ifadeyle finansal dışa açılma, gelişmiş ülkelerde risk dağıtımına olumlu katkılar yaparken yükselen ekonomilerde ve diğer gelişmekte olan ülkelerde bu olumlu etkinin varlığından bahsetmek mümkün olmamaktadır(Köse vd., 2007a: 4). Bu açıklamalara benzer bir yorum da Artis ve Hoffman'dan gelmiştir. Artis ve Hoffman(2006), finansal bütünleşmenin özellikle OECD, Avrupa Birliği gibi topluluk üyesi gelişmiş ülkelerde risk paylaşımı üzerinde olumlu etkileri olduğunun altını çizmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal sisteme entegre olmalarına rağmen risk dağıtımında başarıya ulaşamamalarının nedenlerini sorgulayan Köse vd., bu ülkelerdeki istikrarsız yapının, risk dağıtımına fazla imkan vermeyen bir sermaye türü olan banka kredileri ve diğer borçlanma araçlarının yaygın kullanımına yol açmasını temel gerekçe olarak görmektedir. Sermaye stokları arasında doğrudan yabancı yatırım, borçlanma ve ortaklık portföyleri gibi araçlar, gelişmekte olan

ülkelerin risk dağıtımına yardımcı olabilecek daha uygun finansal araçlardır(Dell'Ariccia vd., 2008: 16; Köse vd., 2009b: 259). Sermaye transferlerinin gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırım şeklinde giriş yapması teknoloji ve yönetim bilgisinin ülkeye transferinde önemli görev üstlenirken bir diğer yabancı sermaye türü olan portföy yatırımları ise yurtiçi finans piyasalarının derinleşmesine katkı sağlayacaktır(Bosworth vd., 1999: 143-144).

Risk dağıtımında başarısızlığın bir diğer sebebi ise az gelişmiş finansal sistemlerin etkinsiz bir biçimde yabancı finansmana aracılık etmesidir(Köse vd., 2007a: 4). Bu nedenle finansal liberalizasyona geçmiş bir ülkenin risk dağıtımından kazanım sağlaması için ticari açıklık ve yurtiçi finansal sistemin gelişmişliği gibi belirli ön koşulları sağlamış olması bir zorunluluktur(Dell'Ariccia vd., 2008: 16; Köse vd., 2007a: 4).

#### **3.4.1.3. Teknoloji Transferi**

Teknoloji düzeyi, neo-klasik büyüme teorilerinde tüm ülkelerde sabit olduğu kabul edilmiş ve model içinde açıklanamayan kalıntılar içinde değerlendirilmiş olmasına rağmen içsel büyüme teorilerinde büyüme oranlarının belirleyicilerinden biri olarak görülmüştür. Bu nedenle büyüme oranları, ülkelerin teknolojiyi yakalama süreçleri ve yeni teknolojilere uyumu ile ilişkilendirilmektedir(Romer, 1994).

Ekonomik gelişmişlik için büyük öneme sahip olan teknoloji ve bilgi, yeni tekniklerin, makinelerin ve üretim süreçlerinin yayılması ve edinilmesi aracılığıyla etki göstermektedir. Ürün, süreç ve uygulamalara ait her türlü bilgiyi içeren teknolojinin yayılmasına aracılık eden en önemli faktörler ise uluslararası ticaret ve çokuluslu firmalar tarafından yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ile ortak girişimlerdir. Ülkelerarası ticaret özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye mallarının ve teknolojik girdilerin ithalatı şeklinde oluyorsa bu faktörlerin kullanıldığı üretim süreçlerindeki verimlilik doğrudan artış gösterecektir(Wacziarg, 2001: 397). Ülkelerarası ticaretin teknoloji alımı ve lisanslama şeklinde yapılması ise bilgi ticareti aracılığıyla teknolojinin yayılmasına hizmet eder. Doğrudan yabancı yatırım ve ortak girişimlerde ise çokuluslu firmalar, üretim için gerekli olan sermaye,

teknoloji ve bilgiyi ev sahibi ülkeye transfer ederek, çoğu zaman o ülkedeki ucuz üretim faktörlerinden yararlanma imkanıyla faaliyette bulunur(Hoekman ve Javorcik, 2006: 2). Yabancı yatırımlarla birlikte ev sahibi ülkede olmayan bir teknolojinin ülkeye girişi yanında ülkedeki teknik bilginin yükseltilmesi gibi imkânlar da söz konusudur(Markusen, 1995: 172-174; OECD, 2001: 15). Yabancı yatırımlar dışında yüksek teknoloji ürünlerin ithalatı, yeni teknolojilerin uyarlanması ve beşeri sermaye edinimi de teknolojinin uluslararası düzeyde yayılması için önemli aracı kanal işlevi görmektedir(Borenzstein vd., 1998: 116).

Finansal bütünleşmenin önemli sonuçlarından biri olan sermaye girişlerinin ekonomide yol açacağı etkiler konusunda iktisat yazınında iki temel yaklaşım geliştirilmiştir. MacDougall(1960) çalışmasına dayanan ilk yaklaşımda ülkeye giren yabancı sermayenin doğrudan yabancı yatırım veya portföy yatırımı olması ayırımına gitmeden ev sahibi ülkede vergi geliri yanında daha etkin metotları da ülkeye getirmesinin yaratacağı dışsallık ve ölçek ekonomileri gibi pek çok doğrudan kazanımı olacağından bahsedilmektedir(MacDougall, 1960: 34). Bu çalışmada MacDougall(1960), toplam üretimi doğrudan yabancı yatırımın giriş yaptığı ülkenin emek ve sermaye stokunun bir fonksiyonu olarak kabul etmiş ve yabancılar tarafından yapılan her tür yatırımı sermaye stokuna yapılan ilave olarak algılamıştır. Bu nedenle sermaye stokuna yapılan her katkı, yurtiçi ücret düzeyini artırıcı ve sermayenin getirisini azaltıcı etkilere yol açacaktır. Ancak bu çalışmada kullanılan üretim fonksiyonu çerçevesinde ülkeler arasında teknoloji transferinin olması mümkün görünmemektedir(Findlay, 1978: 6). İkinci yaklaşımın öncülüğünü yapan Hymer(1960) ise yurtiçinde üretme imkânı varken firmaların aynı üretimi neden yabancı yatırım şeklinde başka ülkede yaptığını anlamaya çalışır(Blomström ve Kokko, 1997: 1). Hymer(1960), doğrudan yabancı yatırımların yalnızca bir sermaye aktarımı olduğunu belirten MacDougall(1960)'a ek olarak, doğrudan yabancı yatırımların aynı zamanda sermaye, yönetim ve yeni teknolojiden oluşan bir paketin transferini de kapsadığına işaret ederek günümüzde de geniş çapta kabul gören görüşün ana temasını oluşturmuştur(Findlay, 1978: 6-7).

Lensink ve Morrissey(2006) ise gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarına yardımcı bir araç olarak gördüğü teknolojinin taklit, rekabet, bağ ve eğitim kanalları aracılığıyla bilgi taşmaları yaratacağından bahseder. Lensink ve Morrissey'e göre hem doğrudan yabancı yatırımlarla ülkeye gelen teknolojinin ev sahibi ülkede taklit edilmesi hem de yabancı firmalarla şiddetlenen rekabet, yurtiçi firmaları daha verimli olmaya zorlayacak gelişmelerdir. Ayrıca yeni teknolojilerin yabancı firmalarla yapılan işlemler aracılığıyla ülkeye girişi ve yabancı firmaların bu ülkelerde faaliyette bulunması, ev sahibi ülkede beşeri sermayenin gelişimine katkıda bulunacak unsurlardır(Lensink ve Morrissey, 2006: 479).

Yabancı yatırımla birlikte ev sahibi ülkeye giren ileri teknolojilerin üretim sürecinde kullanılması, ülkenin yeterli düzeyde beşeri sermaye stokuna sahip olmasını gerekli kılmaktadır. Nelson ve Phelps (1966) bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerin teknolojiyi uyarlama ve yakalama hızının ülkedeki beşeri sermaye düzeyine bağlı olduğunu ve büyüme oranlarını sınırlandırdığını belirtmektedir. Benhabib ve Spiegel ise eğitimli işgücünün teknoloji yaratma, uyarlama ve uygulamada daha başarılı olacağı ve faktör verimliliğini yükselterek büyümeye destek vereceğini söyler(Benhabib ve Spiegel, 1994: 144). Borensztein vd.(1998), ekonomik büyüme oranının belirleyicisi olarak ülkenin teknolojiyi uyarlama kapasitesini göz önünde bulundurmuş ve verimlilik artışı için doğrudan yabancı yatırım ile beşeri sermaye arasındaki tamamlayıcılığı ampirik olarak incelemişlerdir. Yaptıkları analiz sonucunda doğrudan yabancı yatırım ile beşeri sermaye arasında tamamlayıcılığın olduğuna dair güçlü bir kanıtı ulaşan Borensztein vd., önemli bir teknoloji transfer aracı olan doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye katkıda bulunabilmesi için ev sahibi ülkedeki beşeri sermayenin de büyük bir etken olduğuna dikkat çekmektedir. Bu çalışmanın ulaştığı bir diğeri önemli bulgu ise doğrudan yabancı yatırımların yurtiçi yatırımlardan daha üretken olması için ev sahibi ülkenin asgari bir beşeri sermaye eşiğine sahip olması gerektiğine dikkat çekmesidir(Borensztein vd., 1998: 117). de Mello(1999) ise doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin teknoloji lideri ve takipçisi ülkeler arasındaki teknoloji farkına bağlı olacak şekilde ters yönde değişim gösterdiğinin altını çizer.

Teknoloji transferine imkân tanıyan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumlu sonuçlar vereceğini belirten bu çalışmalara tezat oluşturacak şekilde, yabancı yatırımların ülkedeki sabit sermaye birikimini olumsuz etkileyerek yurtiçi yatırımları dışlayacağını belirten açıklamalar da mevcuttur. Bu konuda, yabancı yatırımların iki şekilde ev sahibi ülkede faaliyette bulunan yerel firmaların bilgi birikimi ve büyüme süreçlerini olumsuz yönde etkileyeceğinden bahsedilmektedir. Bunlardan ilki, bebek endüstri kapsamında yer alan ve devlet koruması altında öğrenme süreci devam eden firmaların, yabancı firmalarla maliyetli ve uzun vadeli projelerde rekabet edememesi sonucu ortaya çıkmaktadır(Moran, 2005: 285; OECD, 2001). İkinci olarak ise yabancı firmaların fiyat pazarlığındaki üstün konumları, yabancı faktör piyasasına erişim imkânları ve piyasaya girişte eğitimli personel ve isimden dolayı elde ettikleri finansman kolaylıkları, yerel firmaların yatırım kararından vazgeçmelerine neden olacak ve yurtiçi yatırımlar bu durumdan olumsuz yönde etkilenecektir(OECD, 2001).

#### **3.4.1.4. Finansal Sektörün Gelişimi**

Finansal sektörün gelişmişliği ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik teorik açıklamalar yirminci yüzyılın başlarına kadar uzanmasına rağmen yapılan uygulamalı çalışmalar ancak 1990'lı yıllardan sonra yoğunlaşmaya başlamıştır. Finansal sektör ve büyüme ilişkisi kapsamında bankacılık sektörünün ulusal gelir üzerindeki etkisini inceleyen Walter Bagehot (1873) ve Joseph A. Schumpeter(1911) ile ekonomik büyümenin finansal hizmetlere yönelik bir talep yarattığını belirten Joan Robinson(1952), konuyla ilgili analiz yapan ilk isimlerdir(Tsuru, 2000: 5). Bagehot(1873), bankacılık sektörünün ekonomik büyüme için kritik önemine dikkat çekerken bankaların verimli yatırımlara kaynak sağlayarak yenilikleri teşvik edici özelliklerinin altını çizmiştir(Arestis ve Sawyer, 2005: 6).

Schumpeter(1911) ise düzgün işleyen bir bankacılık sisteminin yatırımlar için kaynak sağlama fonksiyonu ile teknolojik yeniliği teşvik edici niteliğine dikkat çekerek(Levine, 1996: 1). Bu çalışmayı takiben aynı konuyu inceleyen pek çok çalışmada finansal sistemdeki gelişmelerin ekonomik büyümedeki artışın bir sonucu

olup olmadığı ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği sorularına cevap aranmıştır(Acaravcı vd., 2007: 30).

1990'lı yılların öncesinde, finansal gelişmişlik dışsal bir değişken olarak kabul edilmiş olmasına rağmen 1990'lı yıllarla birlikte içsel büyüme modellerinin de etkisiyle finansal gelişmişliğin ekonominin içsel dinamikleri tarafından belirlendiği ve finansal sistemin gelişmişliği ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir bağlantının olduğuna vurgu yapılmıştır(Eschenbach, 2004: 1-2). Bu çalışmalarda finansal gelişmişliği belirleyen ilk temel faktör bankaların firmalara sağladığı kredi miktarı iken hanehalkına yönelik faaliyette bulunan menkul kıymet ve hisse senedi piyasaları ile kredi ve garanti kurumları gibi finansal araçların sayısındaki artış da finansal gelişmişliğin tesisinde önemli olan diğer faktörler olarak kabul edilmiştir(Pagano, 1993: 619).

Pagano(1993), basit içsel büyüme modelini kullanarak finansal sektördeki gelişmenin ekonomik büyümeyi etkileyebileceği üç faktörden bahsetmektedir. Bu faktörlerden ilki, yatırımların verimliliğindeki artıştır. İkinci faktör olan azalan işlem maliyetleri, daha çok tasarrufun verimli yatırımlara kanalize edilmesiyle etkin kaynak dağılımına yardımcı olacak ve böylece finansal sektör yatırımları teşvik edilecektir. Sonuncu faktör olan tasarruf oranının finansal sektörün gelişmesinin ardından yaratacağı etki ise belirsizdir(Pagano, 1993: 614-616).

King ve Levine, finansal gelişmişlik düzeyi göstergelerinin büyüme, fiziki sermaye birikimi ve sermayenin dağılımındaki etkinlik artışıyla sıkı bir şekilde ilişkili olduğunu ve bu göstergelerin büyüme oranlarının gelecekteki değerlerini önemli düzeyde öngördüğünü belirtmektedir. Bu çalışma ayrıca finansal hizmetlerin sermaye birikim oranı ve sermaye kullanan alanlardaki etkinliği artırarak ekonomik büyümeyi teşvik ettiği görüşüne destek vermektedir(King ve Levine, 1993a: 734-735). Stiglitz' e göre finansal piyasalar temel olarak kaynak dağılımı fonksiyonunu yerine getirir ve karar verme aşamasındaki merkezi konumu dolayısıyla ekonomik sistemin beyni olarak düşünülebilir. Bu nedenle finansal sistemlerin başarısızlığı hem sektör kazancını düşürecek hem de ekonomi bir bütün olarak bu durumdan zarar görebilecektir(Stiglitz, 1994: 23).

Finansal sektör gelişmişliğinin ekonomik büyüme için önemini araştıran uygulamalı çalışmalardan edinilen sonuçlar üç başlık altında toplanabilir. Schumpeter(1911), Goldsmith(1969), McKinnon(1973), Shaw(1973), Fry(1978, 1988), Bencivenga ve Smith(1991), King ve Levine(1993a, b)'nin ulaştığı ortak sonuç, finans sektörünün ekonomik büyüme için hayati öneme sahip olduğudur. Robinson(1952) ve Lucas(1988) ise bu çalışmalardan farklı olarak finansal konuların ekonomik büyüme için bir önemi olmadığı ve finansal gelişmenin yalnızca büyümeyi takip ettiğini savunmuştur. Finansal gelişmişliğin büyüme üzerinde yol açabileceği negatif etkiler üzerine açıklama getiren VanWijnbergen(1983), Taylor(1983), Kohsaka(1984) ve Buffie(1984), konuyla ilgili üçüncü farklı bulguya ulaşan isimlerdir(Xu, 2000: 331).

Schumpeter(1911)'a benzer şekilde McKinnon(1973) ve Shaw(1973), finansal gelişmenin büyüme üzerindeki pozitif etkisine vurgu yapmakla birlikte bu etkileşimin nasıl ve hangi kanallar aracılığıyla gerçekleşeceğini açıklamada başarısız olmuştur. Finansal hizmetlerin büyümeyi nasıl etkilediği Levine(1997) tarafından finansal sektörün fonksiyonlarına atıfta bulunularak yanıtlanmıştır. Finansal sistemin fonksiyonları, finansal sistemin mal ve hizmet değişimini kolaylaştırması, tasarrufların mobilizasyonuna imkan tanınması, yöneticileri denetlemesi, kaynak tahsisi ve risk yönetimini kolaylaştırmasıdır(Levine, 1997: 691).

Gerschenkron(1962), zayıf bir bankacılık sektörünün ekonomik geri kalmışlığı beraberinde getireceğini ve bu sektörün sanayileşme için sermaye ve girişim gibi girdiler temin etmesi nedeniyle ekonomik gelişmişlik düzeyinin önemli bir belirleyicisi olduğunu vurgulamıştır(Eschenbach, 2004: 2). Finansal gelişme ve büyüme arasında pozitif yönlü bir etkileşim olduğunu belirten bu görüşlerin aksine Lucas, ekonomik gelişmişlik için finansal konulara aşırı önem atfedildiğinin, finansal kurumlardaki gelişmenin ekonomik gelişmişlik için kısıtlı bir faktör olduğunun altını çizmiştir(Lucas, 1988: 6).

Literatürde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi nedensellik bağlamında açıklayan ise Patrick olmuştur. Patrick(1966), finansal gelişmişlik ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini talep

takipli(demand-following) ve arz öncüllü(supply-leading) olmak üzere iki şekilde açıklamıştır. Büyümenin finansal sistemde gelişmeye yol açacağını belirten talep takipli analizde büyüme oranının düşük düzeyde kalması, finansal hizmetlere yönelik talebin az oluşundan kaynaklanmaktadır(Patrick, 1966: 174-175). Finansal sistemdeki gelişmenin ekonomik gelişmişliğe neden olacağını belirten arz öncüllü yaklaşımda ise kıt kaynakların tasarruf sahiplerinden yatırımcılara aktarılmasının ekonomik büyüme oranını artıracığı iddia edilmektedir(Patrick, 1966: 175-176).

Bencivenga ve Smith(1993) ile Saint-Paul(1992)'e göre finansal gelişme finansal kurumların riski daha iyi dağıtmaya yardımcı olmasıyla ekonomik büyümeye destek verecektir. Diamond(1984), Greenwood ve Jovanovich(1990), King ve Levine(1993b)'e göre ise finansal araçlar bilgi toplama konusunda bireysel yatırımcılardan daha etkin oldukları için finansal gelişmişlik ekonomik büyümeye yol açacaktır. Özellikle King ve Levine(1993b), finansal araçların yatırım projelerinin kalitesine ilişkin bilgi sağlayıcı niteliğine dikkat çekerek, aracı kuruluşların finansal sistem dâhilinde daha üretken ve yenilikçi projelerin hayata geçirilmesi konusunda kilit rolü olduğunu belirtmektedir. Bu çalışmada finansal sistemin gelişmişliği ile büyüme arasındaki aracı kanal olarak yenilikler kabul edilmiştir. Ancak Levine, finansal sistemin gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki bağı, sermaye birikimi ve teknolojik değişim aracılığıyla gerçekleşeceği üzerinde durmaktadır. Levine'e göre sermaye birikimi, tasarruf oranını değiştirerek veya tasarrufların farklı sermaye üreten teknolojiler arasında yeniden dağılımı yaparak büyüme oranını etkilerken, durağan durum büyüme oranındaki değişim ancak teknolojik yenilikler aracılığıyla olmaktadır(Levine, 1997: 691).

Finansal sektör gelişmelerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz eden pek çok teorik ve uygulamalı çalışma yapılmıştır. Bu doğrultuda farklı istatistiksel yöntem ve veri seti kullanılarak yapılan çalışmalardan edinilen bulgular üç noktada toplanabilir. Elde edilen bulgulardan ilki, özel girişimlere kredi veren, özel kişilerin mülkiyetinde bulunan bankaların ve likit menkul kıymetlerin çoğunlukta olduğu, gelişmiş finansal sisteme sahip ülkelerin daha hızlı büyüyeceklerine yöneliktir. Bu bulguya göre bankacılık sektörünün gelişmişlik

düzeyi ve yüksek likiditeye sahip menkul kıymetler, ekonomik büyümeyi artıran faktörlerdir. İkinci olarak finansal sektör ve ekonomik gelişmişlik arasındaki ilişki, bağımsız değişkenin hata terimiyle ilişkili olmasından kaynaklanmamaktadır. Son bulgu ise nitelikli bir finansal sistemin dış finansman için kolaylıklar sunacağı ve yabancı sermayeye erişimin büyümeye destek vereceğini belirtmektedir(Levine, 2003: 31).

Finansal gelişmişlik göstergelerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin kullanılan gelişmişlik göstergesinin türüne göre farklılaşacağını belirten Güloğlu(2003)'na göre, finansal reform öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları nedeniyle finansal gelişmişliğin ekonomik büyüme üzerinde anlamlı bir etkisi olmayacaktır. Finansal liberalizasyona geçişin ardından bu reformların büyüme üzerindeki etkisi kesin olmamakla birlikte önemli bir katkı sağlayacağı beklenmektedir.

### **3.4.2. Dolaylı Kanallar**

Başarılı bir finansal bütünleşmeden elde edilecek kazanımların daha çok dolaylı olarak etki edeceği ve zaman alacağı belirtilmektedir. Sayıları giderek artan pek çok çalışmada finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi, uygun makroekonomik politikalar, daha kaliteli bir kurumsal yapı ve uzmanlaşma ile destekleyeceği kabul edilmektedir. Dolaylı etki yaratan bu düzenlemelerin sağlanması zaman alacağından kısa vadede daha çok finansal bütünleşmenin zararları göze çarpmaktadır. Finansal bütünleşmenin büyüme oranı üzerinde etki yaratacağı bazı dolaylı kanallar ise şunlardır(Köse vd., 2007b: 11; Mirdala , 2006: 446; Prasad vd., 2003: 13-14).

#### **3.4.2.1. Uzmanlaşmanın Desteklenmesi**

Finansal bütünleşmenin temel kazanımlarından biri olarak riskin dünya ölçeğinde dağılımının, yurtiçinde tüketim dalgalanmalarını azaltan ve tüketim düzleştirmesine imkan tanıyan etkilerinden bahsedilmiştir. Finansal piyasaların risk çeşitlendirmesine imkan tanıyıcı bu niteliği aynı zamanda bölge, firma veya ülke ölçeğinde uzmanlaşmaya da fırsat tanımaktadır.

Bir ülkenin üretim ve ticari yapısının çeşitliliği ve bu alanlarda elde ettiği uzmanlaşmanın ekonomik gelişmişlik için önemi, Adam Smith ve Ricardo'dan itibaren kalkınma teorilerinde kendine yer edinmiştir. Emek gücünün belirli işlerde yoğunlaşarak uzmanlık kazanmasının ekonomik büyüme için önemini vurgulayan Adam Smith ve dış ticarete ilişkin açıklamalarında Heckscher-Ohlin-Samuelson, ülkelerin mukayeseli üstünlüğe sahip oldukları alanlarda üretim yapmaları ve bu alanlarda üretilen ürünleri ihraç etmeleri neticesinde refah kazanımı sağlayacaklarına dikkat çekmişlerdir(Naude ve Rossouw, 2008: 1-2).

Uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu sonucu yenilenen kaynak dağılımı, üretim yapısında uzmanlaşmaya fırsat tanıyarak çıktı hacminin daha az dalgalanma göstermesine yol açacaktır(Kalemlı-Ozcan vd., 2001: 109-112; Köse vd., 2003: 4). Bu bağlamda risk dağıtımını ve uzmanlaşma arasındaki ilişkinin çift yönlü bir nedensellik çerçevesinde olduğuna dikkat çekilmektedir(Kalemlı-Ozcan vd., 2003: 914). Riskin bölge ve ülkeler arasında dağılımına yardımcı olacak temel aracı mekanizma ise sermaye piyasalarıdır. Yurtiçinde bölgeler arası ve uluslararası sermaye piyasaları arasındaki entegrasyonun iyi olduğu durumlarda kaynak sahipleri şoklara karşı kaynakların değerlerini daha iyi koruma imkanına kavuşacaklar ve teknolojik farklılık, faktör donanımı ve artan getirili ölçekten kaynaklanan karşılaştırmalı üstünlüğe sahip oldukları alanlar ortaya çıkmış olacaktır(Kalemlı-Ozcan vd., 2003: 903).

Finansal bütünleşmeyi riski dünya ölçeğinde dağıtmaya yardımcı olacak önemli bir vasıta olarak gören Prasad vd.(2004), risk dağıtımının uzmanlaşmayı dolaylı olarak destekleyeceğine dikkat çeker. Risk dağıtım mekanizmasının olmadığı ve üretim yapısının uzmanlaşmadan uzakta kaldığı bir ülkede çıktı ve tüketim hacmi dönemler arasında ciddi dalgalanmalar gösterecek ve bu dalgalanmaların büyümeye destek verecek faaliyetleri caydırması sonucu tasarruf ve yatırım oranları da bu durumdan olumsuz yönde etkilenecektir(Prasad vd., 2004: 14-15).

Acemoglu ve Zilibotti ise kalkınmanın başlangıç aşamalarında, ülkedeki sermaye miktarı az olduğu için çok az projenin hayata geçirilebileceğinden ve bu imkan kısıtının risk çeşitlendirmesini de sınırlandıracağından bahsetmektedir. Bu

nedenle bir ülkenin kaynaklara erişim kolaylığı, daha iyi risk dağıtımı ve yüksek verimliliği beraberinde getirecektir(Acemoglu ve Zilibotti, 1997: 710-711). Imbs ve Wacziarg da ekonomik faaliyetlerin sektörler arasında eşit şekilde dağıldığı kalkınma sürecinin başlangıcında uzmanlaşmadan söz etmenin mümkün olmadığını, kalkınmanın ileri aşamalarının uzmanlaşmayı da beraberinde getireceğine dikkat çekmektedir(Imbs ve Wacziarg, 2003: 63).

#### **3.4.2.2.Kurumsal Kalite ve Yönetişim**

Yönetişim terimi, kurum ve normları içine alan bir düzeni ifade etmektedir. Tüm bu terimler birbirleriyle ilişkili ve birbirlerini tamamlayan kavramlar olmalarına rağmen, finansal liberalizasyonla bağlantısını açıklamak için yönetişimin çekirdeğini oluşturacak ana boyutlara indirgemek daha faydalı olacaktır. Bu bağlamda yönetişimin temel boyutları şeffaflık, hukukun üstünlüğü, yolsuzluğun önüne geçilmesi ve finansal sektöre ilişkin düzenlemeler olarak belirtilebilir(Prasad vd., 2003: 29).

Hukukun üstünlüğüne duyulan güven, düşük seviyede bir yolsuzluk, sözleşmelerin yürürlüğe konması ve finansal sisteme ilişkin etkin ve tutarlı düzenlemeler ile denetleme mekanizmasının varlığı, her ülkenin kurumsal yapısında olması gereken nitelikler olarak kabul edilmektedir. Bu koşulların yeterince sağlanmadığı veya bu kurumsal niteliklerin gelişmediği ekonomilerde finansal liberalizasyon olgusu dikkatle yaklaşılması gereken bir politika önerisi olmaktadır(Arestis ve Demetriades, 1999: 453). Finansal liberalizasyonun yol açtığı sonuçlar kadar liberalleşme düzeyinin tayininde de önemli bir faktör olan kurumsal kalite, özellikle ülkeye giren yabancı sermayenin bileşimini belirleyerek büyüme oranı ve makroekonomik dalgalanmaların yönünü saptayacaktır(Mirdala, 2006: 451-452).

Demirgüç-Kunt ve Detragiache, bir ülkede kurumsal kalite veya kalitesizliğin, finansal liberalizasyon sonrası kriz oluşma ihtimalini etkileyeceğini ve kurumsal kalite ile finansal kırılganlık arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Özellikle hukuka güvenin az olduğu, yolsuzluğun yaygın olduğu,

bürokrasinin etkinlikten uzak bir görünüm sergilediği ve sözleşmelerin hayata geçirilmesinde sorunların yaşandığı bir ülkede, finansal liberalizasyon uygulamasının banka krizi yaratma ihtimali oldukça yüksek olacaktır. Diğer bir ifadeyle, finansal liberalizasyonun olumlu sonuçlar verebilmesi, iyi işleyen bir finansal yapıyı gerekli kılmaktadır aksi halde bu politikaların finansal kırılganlık ve kriz gibi risklere yol açacağı unutulmamalıdır(Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998: 2-7).

Kurumsal kalitenin bileşenleri ile ekonomik istikrar arasındaki ilişkiyi araştıran Acemoğlu vd. ise kurumsal niteliklerin zayıf olduğu bir ülkede üretim hacmi ve döviz kurunun daha fazla dalgalanma göstereceğini belirtir ve bu ülkelerin kurumsal kalitesi yüksek olan ülkelere daha çok bankacılık sektörü ve siyasi kriz tecrübesi yaşayacaklarını ifade eder. Bu çalışmada ayrıca kurumsal yapının ekonomik ve siyasi istikrarsızlık üzerinde birinci derecede etkili olması, kurumsal zayıflığın uzun vadede(50-100 yıl) düşük ekonomik büyüme oranları yanında 20-40 yıllık süreçte yüksek oynaklık ve istikrarsızlıkla da ilişkili olduğuna vurgu yapılmıştır(Acemoğlu vd., 2004: 76).

Klein(2005, 2007), sermaye hesabı liberalizasyonu ile kurumsal kalite arasındaki ilişkinin doğrusal bir fonksiyonla tanımlanamayacağını ve liberalizasyon sürecinde kurumsal kalite ile büyüme arasındaki ilişkinin ters U biçiminde bir grafikte açıklanabileceğini ifade etmektedir. Bu fonksiyonel ilişkide sermaye hesabı liberalizasyonu büyüme üzerinde en büyük etkiyi, kurumsal kalitenin orta seviyelerde olduğu ülkelere yapacaktır. Kurumsal kalitenin zayıf olduğu ülkelere hem yerli hem de yabancı yatırımcılar daha fazla riskle karşı karşıya olacaklarından nitelikli kurumların olduğu ülkeler kadar finansal bütünleşmeden kazanım elde etmeleri beklenemez. Aynı şekilde kurumsal yapının çok iyi olduğu ülkelere sermaye hesabı liberalizasyonundan elde edilecek marjinal kazanım pozitif olmakla birlikte orta nitelikte kurumlara sahip ülkelerin kazanımı kadar büyük olmayacaktır. Bu önemli bulguyu özetlemek gerekirse, kurumsal kalitenin çok iyi veya zayıf olduğu ülkelere sermaye hesabı liberalizasyonun büyüme üzerinde yaratacağı etki çok fazla olmamasına rağmen kurumsal kalitenin orta düzeyde olduğu ülkelere

finansal liberalizasyonun büyüme vereceği destek maksimum olacaktır(Klein, 2005: 2-3; Klein, 2007: 2-4).

Alfaro vd., ev sahibi ülkenin üretim yapısını oluşturan teknolojik farklılık, hükümet politikaları ve kurumsal yapı gibi faktörlerin yabancı yatırımcıların yatırım kararı üzerinde etkili kritik nitelikler olduğuna dikkat çeker. Alfaro vd. bu çalışmada, yabancı yatırım için kurumsal kalitenin önemini açıklamak amacıyla Türkiye ekonomisi üzerinden bir örnek vermektedir. Türkiye'nin 3 Ekim 2005 tarihinde Avrupa Birliği'ne tam üyelik müzakerelerinin başlamasıyla büyük bir kurumsal reform ve yapısal değişim sürecine girdiğini belirterek, Türkiye'nin bankacılık sektörü ve anti-tröst uygulamalarına yönelik düzenleme ve politikalarla Avrupa Birliği üye ülkeleri gibi olmaya zorlandığına dikkat çeker. Tüm bu kurumsal reform ve yapısal değişim sürecinde yabancı yatırımcılar için resmi prosedür sayısının onbeşten üçe indirilmesi, Metro AG, Peugeot Citroen, Vodafone gibi çokuluslu şirketlerin Türkiye'de yatırım yapma kararı vermesinde etkili olan kriterlerden biridir. Tüm bu gelişmeler neticesinde, 1990'lı yıllarda bir milyar doların altında seyreden doğrudan yabancı yatırım hacmi, 2004 yılına gelindiğinde 2,6 milyar dolar seviyesine yükselmiştir(Alfaro vd., 2008: 347-348).

Eşik hipotezinde finansal bütünleşmenin kazanımlarının ortaya çıkabilmesi için ülkelerin belirli asgari nitelikleri taşımaları gerektiğinin altı çizilmektedir. Köse vd.(2009), Prasad vd.(2003) ve Wei(2006), kurumsal yapının iyi olmadığı ekonomilerde finansal bütünleşmenin fayda yaratmamasını bir örnek yardımıyla açıklamaktadır. Yolsuzluğun yüksek olduğu bir ülkede finansal liberalizasyonla birlikte ülkeye gelen sermaye, üretken yatırımlardan ziyade elit kesimin tüketimini finanse edeceği için ekonomik büyüme yansımayacaktır. Sermaye akımlarının devlet tarafından desteklenen riskli projeleri finanse etmesi ise Demirgüç-Kunt ve Detragiache(1998) tarafından finansal kriz olasılığını artıran bir neden olarak görülmüştür(Wei, 2006: 460).

Wei, sermaye akımlarının bileşiminin ev sahibi ülkenin kurumsal kalitesine göre şekillendiğine dikkat çeker. Bir ülkede yolsuzluğun yaygın olması, bu ülkenin daha istikrarlı bir sermaye türü olan doğrudan yabancı yatırımları çekmekte zorluklar

yaşamısına yol açacak ve kaynak sıkıntısı çekmesi halinde ülkeyi oynaklığı yüksek banka kredilerine başvurmak zorunda bırakacaktır(Wei, 2001: 17). Ayrıca yatırımcılar doğrudan yabancı yatırım yapma konusundaki nihai kararlarını, ev sahibi ülkede rüşvetin yaygınlığı ve kırtasiyecilik dolayısıyla yapılması gereken iş yükünü de dikkate alarak vereceklerdir(Faria ve Mauro, 2004: 4). Wei(2001) ile benzer doğrultuda doğrudan yabancı yatırımların daha az oynaklığa sahip bir yabancı sermaye türü olduğunu kabul eden Albuquerque, bir ülkenin doğrudan yabancı yatırım çekme gücünü ülkedeki politik riske bağlamaktadır(Albuquerque, 2003: 379-380).

Konu uluslararası bankalar ve uluslararası doğrudan yabancı yatırımcı açısından değerlendirildiğinde, bir ülkedeki kurumsal kalitesizliğin uluslararası bankalar için daha tehlikeli bir olgu olduğu söylenebilir. Bunun nedeni, yurtiçindeki yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre ev sahibi ülkedeki projelerin riski konusunda daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Uluslararası doğrudan yatırımcılar ev sahibi ülkede çalışan idare merkezi yöneticileri aracılığıyla yatırımların getiri ve risklerinden haberdar olacakları için bankalar gibi doğrudan portföy yatırımcılarına kıyasla daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu ise kurumsal kalitenin düşük seviyede olduğu ve sınırlar arası bilgi asimetrisinin mevcut olduğu durumlarda uluslararası doğrudan yatırımı daha avantajlı kılacak ve uluslararası sermaye akımlarının türleri arasında bir ast-üst sıralaması meydana getirecektir(Razin vd., 1998).

Kurumsal kalite, eğitim düzeyi ve doğal kaynakların kullanılabilirliği gibi bazı kriterlerin, ülkenin yabancı sermaye çekme kapasitesini belirlediğini ifade eden Faria ve Mauro(2004), diğer faktörler sabit kabul edildiğinde kurumsal kalitenin yabancı sermaye yapısını daha istikrarlı bir sermaye türü olan doğrudan yabancı yatırımlara kaydıracağına işaret eder. Yabancı sermayenin iki bileşeni olan doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı arasındaki farklılık üzerinden analiz yapan Razin vd.(1998), doğrudan yabancı yatırımlarda yatırım süreci başladıktan sonra geri adım atmak çok mümkün olmayacağı için bu yatırım türünün ülkedeki kurumsal kalitesizliklerinden diğer yatırım türleri kadar etkilenmeyeceğini kabul eder. Bu nedenle kurumsal kalitesizliğin belirleyicilerinden olan kırtasiyecilik, yolsuzluk,

yargı sistemindeki etkinsizlik gibi faktörler ile doğrudan yabancı yatırım arasında olduğu öngörülen ters yönlü ilişki tutarsızdır(Faria ve Mauro, 2004: 5; Razin vd., 1998: 64).

### 3.4.2.3. Tutarlı Makroekonomik Politikaların Teşviki

Finansal bütünleşmenin büyüme ve tüketim dalgalanmalarını yavaşlatması ve kriz riski ihtimalini asgari seviyeye düşürmesi, ülkede uygulanacak makroekonomik politikalardan bağımsız değildir. Uygulanan makro politikalar ayrıca ekonomik karar birimlerine hükümetlerin gelecekte uygulayacakları politikalar ve ülkenin mali durumuyla ilgili de fikir vermektedir(Bartolini ve Drazen, 1997: 151). Bu bağlamda değerlendirildiğinde finansal bütünleşme, dışa açık bir ekonomide kötü politika uygulamanın potansiyel maliyetini yükselteceğinden uygulanan politikalar üzerinde disipline edici bir etkiye sahiptir ve bu yönüyle istikrar sağlayıcı politikaların izlenmesinin teminatını vermektedir(Dell'Ariccia, 2008: 22; Köse vd., 2009: 46).

Finansal bütünleşme ile farklı finansal sistemler arasındaki sınırların kaldırılmasında dikkat edilmesi gereken ön koşullardan biri de finansal piyasalara ilişkin düzenleme ve politikaların birbiriyle uyumlu olmasıdır(Arestis vd., 2003: 217). Uygulanan politikaların birbiriyle uyumlu olmaması halinde büyüme oranı ve ekonomik istikrar olumsuz yönde etkilenebilir. Örneğin, hükümetlerin uygulamış oldukları vergi politikaları, karar birimlerinin yatırım kararı üzerinde caydırıcı sonuçlara yol açabilecek(Prasad vd., 2004: 15) veya aşırı değerli döviz kuru ile yurtiçi kredilerin vadesinin çok uzun olması gibi para politikası uygulamaları da ekonomi için zararlı sonuçlar verebilecektir(Prasad vd., 2003: 4).

Makroekonomik politikalar arası uyumun ekonomik büyümeyi beraberinde getireceğini belirten Fischer(1993), politika uyumsuzluklarının ekonomide istikrarsızlık yaratacağı bazı kanallar olduğundan bahsetmektedir. İstikrarsızlığın fiyat mekanizmasının etkinliğini düşürerek yüksek enflasyon ile cari ve bütçe dengelerinde dalgalanmaya yol açması, faktör dağılımında etkinsizlik ve verimlilik düzeyinde azalışla büyüme sürecini sekteye uğratacaktır. Ayrıca uygulanan makro politikaların ekonomik belirsizliği giderememesi, yatırımcıların geleceği

öngörmesini zorlaştıracığı için yatırım hacminde daralmaya ve ülkeden sermaye çıkışına yol açacaktır(Fischer, 1993: 4; Wacziarg, 2001: 395-396). Düşük kurumsal kalite ve kötü politikaların sermaye akımlarında dalgalanma yaratarak uzun dönemde oynaklığa yol açtığını belirten Alfaro vd., özellikle kötü politikalar sonucu oluşacak istikrarsızlığın daha derin olacağını altını çizer(Alfaro vd., 2007: 21-22).

Yurtiçinde uygulanan makroekonomik politikalar ülkeye giren sermaye hacmi ve bileşimi kadar ülkenin ekonomik krizlerden etkilenme derecesini de belirlemektedir(Mirdala, 2006: 450-452). Wei, ülkeye giriş yapan toplam sermayenin büyük kısmının kısa vadeli sermaye akımından oluşurken çok az bir bölümünün doğrudan yabancı yatırımlardan oluşmasını, yabancı sermayenin ülkede kriz yaratması için bir neden olarak görmektedir(Wei, 2001: 17). Ayrıca ülkeye gelen sermayenin spekülatif amaçlı veya gayri menkul yatırımı gibi düşük nitelikli yatırımları finanse etmesi durumunda, yurtiçi yatırım hacmi artış gösterse bile sermaye girişinin uzun dönem büyüme oranları üzerinde yaratacağı etki sınırlı kalacaktır. Ticarete konu olmayan sektörlerde düşük verimliliğe sahip yatırım projeleri, ülkenin ihracat kapasitesini olumsuz yönde etkileyeceğinden dış dengesizliklere de yol açabilecektir. Sermaye akımlarının bu şekilde yanlış dağılımı, ulusal finans sisteminde önceden mevcut olan aksaklıkların bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır(Agenor ve Montiel, 2008: 489-490).

Ekonomide kısa vadeli portföy akımlarının kontrol edilmemesi de istikrarını bozucu sonuçlar yaratabilmektedir. Ülkeye giren bu tür kısa vadeli sermayenin ortaya çıkaracağı ilk doğrudan etki, sermayenin giriş yaptığı ülkede döviz kurlarının yukarı yönde bir seyir izlemesine yol açmasıdır. Böyle bir durumda otoriterin kurun değer kazanmasına izin vermesi, ihracata yönelik sektörlerin daha az rekabetçi olmasına yol açarak cari işlemler açığını yükseltebilecektir. Ortaya çıkabilecek ikinci olumsuzluk ise sermaye girişlerinin varlık fiyatlarında meydana getireceği aşırı yükseliş sonucu servet üzerinde pozitif etki yaratarak ithalat artışına katkıda bulunmasıdır(Arestis ve Demetriades, 1999: 449-450).

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL LİBERALİZASYONUN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ARDL YÖNTEMİ İLE ANALİZİ

Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimin ekonometrik yöntemlerle analiz edileceği bu bölümde konuyu Türkiye gibi bazı gelişmekte olan ülkeler üzerinden inceleyen çalışmaların örneklemeleri, analiz yaptıkları zaman dilimi ve ulaştıkları bulgular kısa bir şekilde özetlenecektir. Literatürde yapılan çalışmaların taranmasında ilk olarak iç finansal liberalizasyon ve büyüme etkileşiminden hareketle yurtiçi menkul kıymet piyasası liberalizasyonunun büyüme oranları ile etkileşimini inceleyen çalışmalara yer verilmiş ve bunu takiben dış finansal liberalizasyon kapsamında serbest dolaşım imkanı yakalayan uluslararası sermayenin büyüme oranlarında nasıl bir değişime yol açtığını konu edinen çalışmalar ve bulguları özetlenmiştir. Ayrıca finansal liberalizasyon ve finansal bütünleşme kavramları aralarında nüanslar olmasına rağmen birbirleriyle eş anlamlı olarak kabul edilerek sermaye işlemleri hesabının liberalize edilmesiyle finansal anlamda bütünleşen ekonomilerde büyüme oranlarının seyrini inceleyen çalışmaların ulaştıkları temel sonuçlara da literatür taraması kapsamında yer verilecektir.

Literatür taramasını takiben çalışmanın ampirik kısmında kullanılacak olan değişkenler ve bu değişkenlere ait zaman serilerinin derlendiği kaynaklar açıklanacaktır. Çalışmada kullanılacak ekonometrik yöntemin tanıtıldığı ve neden bu tekniğin tercih edildiğine dair açıklamaların yapıldığı bir sonraki başlığın ardından son olarak ampirik bulgular değerlendirilecektir.

#### **4.1.Finansal Liberalizasyon, Finansal Bütünleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisini Konu Edinen Literatür Çalışmaları**

Finansal liberalizasyon hipotezinin teorik altyapısını şekillendiren McKinnon(1973) ve Shaw(1973), finansal baskı olarak nitelendirdikleri faiz oranları ve fiyat oluşumuna yönelik müdahaleci uygulamaların ekonomik yapı içinde finans kesiminin nisbi büyüklüğünü azaltıcı ve ekonomik büyüme oranlarını düşürücü olumsuz etkilerinden bahsetmişlerdir. Bu teori temel olarak finansal baskı sonucu düşük seviyelerde tutulan faiz oranlarının hanehalkı ve firmaları tüketime yönlendireceği ve tasarrufları caydırarak ekonomide daralmaya yol açacağı fikri üzerine inşa edilmiştir. Ayrıca kredi faiz oranlarına yönelik kısıtlayıcı uygulamalar, yüksek faiz oranlarında kazançlı olmayan bazı yatırım projelerini kazançlı kılmamasından dolayı yatırımların etkinliği üzerinde de olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Ekonomide baskı yaratan bu tür uygulamaların ortadan kaldırılması ülkede hem etkinlik artışı hem de tasarruf hacmindeki yükseliş sonucu toplam çıktı hacmini destekleyecek unsurlar olarak görülmektedir.

Finansal liberalizasyonun menkul kıymetler borsası ve sermaye işlemleri hesabının liberalizasyonundan oluşan iki boyutlu bir yapıya sahip olduğu düşünüldüğünde finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran bazı uygulamalı çalışmaların bu iki bileşenden yalnızca birine yoğunlaşarak büyüme ile etkileşimini incelediği görülmektedir(Arestis ve Caner, 2005: 95).

41 ülkeden 1986-1993 dönemi için veri toplayan Demirgüç-Kunt ve Levine(1995) menkul kıymet piyasalarının gelişimi ile banka ve banka dışı finansal kurumların, sigorta şirketlerinin ve özel emeklilik kurumlarının gelişimi arasında yüksek düzeyde bir korelasyon olduğunu belirlemiştir. Menkul kıymetler piyasası ve kurumsal yapıdaki gelişmelerin büyüme üzerindeki etkisini firma düzeyinde araştıran Demirguc-Kunt ve Maksimovic(1996) ise menkul kıymet piyasalarının aktif olduğu ve yasal kuralların yaygın bir şekilde etkili olduğu ülkelerde faaliyette bulunan firmaların dış kaynak bulmada güçlüklerle karşılaşmayacakları ve sonuçta büyüme oranlarının yükseleceğinin altını çizmişlerdir. Harris(1997), 49 ülke için 1980-1991 aralığında yaptığı analize dayanarak bu bulgunun aksi yönde bir sonuca ulaşmış ve

menkul kıymet piyasasındaki faaliyetlerin az gelişmiş ülkelerde çıktı artışını açıklayan iyi bir değişken olmadığını, gelişmiş ülkelerde ise bu piyasadaki faaliyetlerin bazı etkileri olmasına rağmen istatistiksel öneminin zayıf olduğunu tespit etmiştir. Sermaye hesabı liberalizasyonunun bankalar ve menkul kıymet piyasalarının daha etkin işlev göstermesine katkı sağlayarak ekonomik büyümeyi teşvik edebilirliğini araştıran Levine ve Zervos(1998b), 47 ülkenin 1976-1993 dönemi datalarıyla yaptıkları regresyon sonucunda menkul kıymet piyasasındaki likidite ve bankacılık sektöründeki gelişmelerin her ikisinin de büyümeyi, sermaye birikimini ve verimlilik artışını olumlu yönde öngöreceğinden bahsetmişlerdir. Benzer bir bulguya 40 ülke için 1980-1988 döneminde analiz yapan Atje ve Jovanovic (1993) tarafından da ulaşılmıştır.

Yükselen ekonomilerde yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasına girişinin önündeki engellerin kaldırılmasından önce ve sonra ekonomik büyüme oranlarının seyrini inceleyen Bekaert vd.(2001), liberalizasyonun yıllık %1 oranında reel ekonomik büyüme oranındaki artışla ilişkilendirilebileceğini ve özellikle eğitim düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde liberalizasyon uygulamasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin daha büyük olacağını raporlamıştır. Hisse senedi piyasası entegrasyonunun sermaye maliyeti ve dünya piyasaları getiri oranları ile arasındaki korelasyonu inceleyen Bekaert ve Harvey(2000a), sermaye maliyetinin entegrasyon sürecinde azalma gösterdiğini belirtmiştir. Serbestleştirme politikaları uygulayan 19 ülkenin her biri ayrı ayrı incelendiğinde bu ülkelerin 14'ünde büyüme oranlarında artış gözlenirken, ülkelerin hepsinin dahil edildiği regresyondan elde edilen sonuçlar da katsayıların pozitif işaretli olduğunu göstermektedir. Benzer bir sonuca ulaşan Henry(2000) ise menkul kıymet piyasalarında liberalizasyon politikaları uygulayan 11 gelişmekte olan ülkenin ilk yıl 9'unda, ikinci yıl 10'unda üçüncü yılda ise 8'inde özel yatırım hacminde ani bir artış gözlemlemiştir. Ayrıca Henry(2003, 2007) de gelişmekte olan ülkelerin liberalizasyon uygulaması sonucu sermaye maliyetinin azalış gösterdiği, yatırım hacmi, işçi başına çıktı ve kişi başı gelirin yükseldiğini bulgulamıştır. Edison ve Warnock(2003) ise 29 yükselen ekonomide uygulanan sermaye kontrollerinin tamamen kaldırılması sonucu sermaye maliyetinin azalış göstermesine rağmen kısmi liberalizasyon durumunda sermaye maliyetinin artacağını

belirtmektedir. Levine(2003), 1976-1993 sürecinde 49 ülke için menkul kıymetler piyasası likiditesi ve uzun dönem büyüme oranları arasındaki güçlü ve pozitif yönlü bir ilişkinin varlığına işaret etmiştir.

Sermaye işlemleri hesabı ve menkul kıymetler piyasası liberalizasyonunun büyüme üzerindeki etkisini incelemek için pek çok farklı sermaye kontrolü göstergesi kullanan Edison vd.(2004) ise orta gelir düzeyindeki ülkelerde liberalizasyon ile büyüme arasında tutarlı bir ilişkinin varlığına değinmiştir. Bu çalışmanın bulgularına göre finansal gelişmişlik düzeyinin çok düşük ve çok ileri olduğu ülkelerin liberalizasyon girişimleri büyüme üzerinde istenen sonuçları vermeyecektir. Li(2004), hisse senedi piyasasının liberalizasyonu ile büyüme arasındaki ilişkinin 95 ülke ve 1975-2000 dönemi için istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü olduğunu tespit eden bir diğer çalışmadır. Ayrıca hisse senedi piyasasındaki serbestleştirme uygulamasının doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı üzerindeki etkisi de pozitif olarak belirlenmiştir. Hisse senedi piyasası liberalizasyonu ile ilgili bir diğer çalışmada Bekaert vd.(2005), 95 ülkeyi 1980-1997 dönemi içinde incelemiş ve 2001 yılında yapmış oldukları çalışmanın bulgularına ek olarak sağlam bir yasal sistem ve iyi kurumlara sahip, yabancı yatırımcılar için teşvikler sunan ülkelerin büyüme oranlarında daha fazla artış olacağını kaydetmiştir. Mitton(2006), borsada işlem gören ve hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından alınabildiği 28 ülkeden 1100'ü aşkın firmanın liberalizasyon sonrasında daha yüksek büyüme oranlarına ulaştıklarını ve yatırım hacmi ile karlılık ve verimliliklerinde artış olduğunu belirtmiştir. 31 yükselen piyasa ekonomisinde 1981-1998 süreci için menkul kıymet piyasası liberalizasyonunun sanayi sektörünün gelişmişliğini ne yönde etkilediğini araştıran Gupta ve Yuan(2009), dış kaynağa bağımlı sektörlerin liberalizasyonun ardından kaynak kısıtının azalmasıyla beraber daha fazla büyüme imkanı yakaladıklarından bahsetmişlerdir.

Hisse senedi piyasası liberalizasyonunun büyüme üzerindeki etkisini 19 yükselen piyasa ve 18 gelişmiş ülkede 1980-2000 dönemi için endüstri bazında inceleyen Li(2010), yükselen piyasalarda liberalizasyonun ardından endüstriler arası katma değer oranında artışın ve sermaye maliyetinde azalışın olduğunu belirtirken

özellikle dış finansmana bağımlı olan sektörlerin liberalizasyon sonrası daha hızlı büyüdüğünü gözlemlemiştir.

Finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşim aynı zamanda finansal liberalizasyon sonrası serbest hareketine mani kalmayan yabancı sermayenin giriş yaptığı ülkenin büyüme oranlarını ne yönde etkilediği incelenerek de anlaşılmaya çalışılmıştır. Bu ekseninde yapılan çalışmalar daha çok ülkeye giren yabancı sermayeyi türlerine göre ayırıştırarak büyüme üzerindeki etkisini saptamaya çalışmaktadır. Yapılan bu çalışmalarda finansal bütünleşme çabalarının ekonomik büyümeye pozitif yönde destek verdiğini belirten çalışmaların sayısı oldukça az olmakla birlikte özellikle gelişmekte olan ülkeler üzerinden yapılan analizlerin büyük bir kısmı bu etkileşimin yönünün karma veya belirsiz olacağına değinmektedir. Bulguların bu şekilde çeşitlilik arz etmesinin nedeni olarak Prasad vd.(2004), her bir çalışmada kullanılan sermaye akımı türünün farklılığından dolayı büyüme üzerinde yaratacağı etkilerin de farklı olacağına bağlamaktadır. Prasad vd.(2004) bu çalışmada ülkeye giren sermayenin doğrudan yabancı yatırım olması halinde yurtiçi yatırım ve çıktı hacmi üzerinde pozitif etkisi olduğundan bahsetmiştir. Doğrudan yabancı yatırım ve büyüme ilişkisini konu edinen diğer çalışmaların bulgularına bakıldığında ise bu çalışmaların geçmişinin 1990'lı yıllara dek uzandığı görülmektedir. Blomström vd.(1992), gelir düzeyinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere yabancı yatırımların büyüme oranları üzerinde önemli bir etkisi olduğunu saptarken, düşük gelirli ülkelere ortaöğrenim ve işgücüne katılım oranındaki farklılıklardan dolayı bu güçlü etkiden bahsetmenin mümkün olmayacağını belirtir. Calvo vd.(1996), gelişmekte olan ülkeler üzerinden panel veri analiziyle yabancı yatırımcıların doğrudan yabancı yatırım yapma kararında etkili olabilecek iç ve dış faktörleri inceledikleri çalışmaları sonucunda ABD ekonomisindeki düşük faiz oranlarının 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin önemli bir belirleyicisi olduğundan bahsetmişlerdir. Dışa yönelik ticaret politikaları uygulayan ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlar sonucu büyüme oranları üzerinde daha fazla kazanım sağlayacağı Balasubramanyam vd.(1996) tarafından 46 gelişmekte olan ülke için 1970-1985 döneminde yapılan analiz sonucu ulaşılan bir bulgudur.

de Melo(1999), 1970-1990 döneminde OECD üyesi olan ve olmayan ülkelerden oluşturduğu örnekleminde zaman serisi ve panel yöntemiyle doğrudan yabancı yatırımların sermaye birikimi, faktör verimliliği ve çıktı hacmi üzerindeki etkisini incelemiş ve doğrudan yatırım ve büyüme ilişkisinin ülkelerin kendine özgü, zaman serisi analizlerinde gözlemlenemeyen niteliklerine karşı duyarlı olduğunu belirtmiştir. Aynı konuda sanayileşmiş ve 69 gelişmekte olan ülke üzerinden yapılmış bir diğer çalışmada Borensztein vd.(1998), doğrudan yabancı yatırımların teknoloji transferi için önemli bir araç olduğu ve yurtiçi yatırımlardan ziyade büyüme oranlarına katkı sağlayacağına yönelik yorumlarda bulunmuştur. Doğrudan yatırımların sağlayacağı verimlilik artışı, beşeri sermaye stokunun belirli bir düzeyde olduğu ülkelerde gözlenecek ve yabancı yatırımlar ev sahibi ülkenin ileri teknolojiyi benimseme kapasitesine göre büyüme oranlarına katkı sağlayacaktır. Bosworth vd.(1999) ise yabancı sermaye bileşimlerinden doğrudan yabancı yatırımların teknoloji ve yönetim bilgisinin transferine yardımcı olmasına rağmen portföy yatırımları ve yabancı banka borçlanmalarının yurtiçi finans piyasalarının derinleşmesi ve kapsamının artmasına katkıda bulunacağını belirtir. 74 ülkeyi 1970-1989 döneminde inceleyen Haveman vd.(2001) da, doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde pozitif etkisinden bahsetmiştir. Reisen ve Soto(2001) ise 1986-1997 sürecinde 44 ülke için yaptığı inceleme sonucunda yabancı sermaye akımları arasında büyüme oranlarına en sağlıklı katkıyı yapacak olan yabancı sermaye türlerinin doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları olduğunu iddia etmiştir.

Gelişmiş finansal sistemlerin doğrudan yabancı yatırımların etkinliği üzerindeki rolü Alfaro vd.(2003) tarafından incelenmiş ve 1975-1995 dönemi için doğrudan yabancı yatırımların tek başına büyüme üzerindeki etkisinin belirsiz olduğu ve gelişmiş finansal yapılara sahip ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlardan kazanç sağladığına yönelik bulgulara ulaşılmıştır. Benzer bir bulgu çoğu Latin Amerika ve Asya'da bulunan toplam 67 ülkeyi 1970-1995 döneminde inceleyen Hermes ve Lensink(2003) tarafından da tespit edilmiştir. Bu çalışmada gelişmiş finansal sistemlerin doğrudan yabancı yatırımlarla ülkeye giren teknolojinin yayılmasına yardımcı olarak ekonomik büyümeyi desteklediği sonucuna ulaşılmıştır. 1971-1995 sürecinde 80 ülkede doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme arasındaki nedensellik

ilişkinini araştıran Choe(2003) ise bu iki değişken arasında iki yönlü bir nedensellik bulgusuna rastlamakla birlikte ekonomik büyümeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru olan nedenselliğin daha güçlü olduğunu ifade etmiştir.

80 ülkenin 1979-1998 dönemi verileriyle doğrudan yabancı yatırım ve yabancıların hisse senedi portföy yatırımının büyüme ile etkileşimini inceleyen Durham(2004), elde ettiği bulgulara dayanarak bu iki yatırım türünün gecikmeli değerlerinin büyüme üzerinde doğrudan ve tamamen pozitif etkiye sahip olduğu çıkarımı yapılamayacağından bahsetmiştir. Ancak bazı veriler yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin ev sahibi ülkenin finansal ve kurumsal gelişmişliği içselleştirme kapasitesine bağlı olarak değişim göstereceğine işaret etmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki etkisinin beşeri sermaye stokuna bağlı olduğu ayrıca 1960-1995 dönemi için basit en küçük kareler ve panel tekniğiyle Carkovic ve Levine(2005) tarafından da araştırılmış ve bu hipotezi destekler bir bulguya ulaşılamamıştır. Ancak bu çalışmada finansal gelişmişlik düzeyinin büyüme ve doğrudan yabancı yatırım üzerindeki etkisi pozitif çıkmıştır. Blonigen ve Wang(2005), 1970-1989 sürecini onar yıllık iki periyoda ayırarak incelemişler ve doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerindeki pozitif etkisinin gelişmiş ülkelerin aksine yalnızca yeterli seviyede beşeri sermaye stokuna sahip olan gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkacağı sonucuna ulaşmışlardır.

20'si gelişmiş toplam 87 ülkede doğrudan yabancı yatırımların oynaklığı üzerine bir çalışma yapan Lensink ve Morrissey(2006)'e göre doğrudan yabancı yatırımların oynaklığı büyüme oranlarını düşürücü bir faktör iken yabancı yatırım seviyesi güçlü bir bulguyla desteklememekle beraber büyümeye pozitif yönde katkı sağlayan bir etken olarak tespit edilmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme oranlarının belirlenmesindeki rolü daha az iken oynaklığın büyüme oranları üzerindeki negatif etkisi daha baskın bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun büyüme üzerindeki etkisi bağlamında inceleyen çalışmaların bulguları da oldukça çeşitlilik sergilemektedir. Alesina vd.(1994), 1950-

1989 döneminde 20 OECD ülkesinde uygulanan sermaye kontrollerinin büyüme oranlarını düşürdüğüne yönelik hipotezin geçerli olmadığını belirterek kontrollerin büyüme oranları üzerinde bir etkisi olmadığını tespit etmişlerdir. Gelişmiş ve gelişmekte olan 61 ülkeyi kapsayan ve bu konuda yapılmış ilk panel veri çalışmalarından biri olan Grilli ve Milesi-Ferretti(1995), uygulanan sermaye kontrollerini ölçen göstergeler ile büyüme oranı arasında bir etkileşimin olduğuna dair güçlü bir bulguya rastlamamışlardır. Benzer bir bulgu Dornbush ve Reynoso(1989) tarafından da tespit edilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan yaklaşık 100 ülkeyi 1975-1989 döneminde analiz eden Rodrik(1998) de finansal açıklık ve büyüme arasında herhangi bir bağ olmadığını belirlemiştir. 1960-1989 döneminde 112 ülke üzerinden yaptığı analizde McKenzie(2001), cari işlemler hesabına yönelik kısıtlamaların büyüme üzerinde negatif etkisi olduğunu belirtmekle birlikte diğer kısıtlama ölçütlerinin büyüme ile ilişkisine yönelik herhangi bir çıkarım yapmanın yanlış olacağını ifade eder. Quinn(1997) ise sermaye kontrollerinin yoğunluğunu bir gösterge olarak kullandığı çalışmasında tüm bu bulgulara tezat şekilde sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonun büyümeyi desteklediğini belirterek pozitif etkileşime değinen ilk isimler arasında yer almaktadır.

Sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğunu belirten bir diğer çalışmada Edwards(2001), finansal liberalizasyon ile büyüme arasındaki pozitif yönlü ilişkinin yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerde ortaya çıkacağını ve pozitif yönlü ilişkinin ancak belirli bir ekonomik gelişmişlik seviyesine sahip ülkelerde geçerli olduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla düşük gelir düzeyli ülkelerde finansal liberalizasyon ve büyüme arasındaki olumlu etkileşimden bahsetmek mümkün olmamaktadır. 1975-1995 sürecinde 40 gelişmekte olan ülkede dinamik panel tekniğiyle sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki etkisini inceleyen Bailliu(2000) da bankacılık sektörünün geliştiği ülkelerde sermaye girişlerinin büyüme üzerinde pozitif yönlü bir etkisi olmasına rağmen, bankacılık kesiminin zayıf olduğu ülkelerde büyüme oranlarının sermaye girişlerinden olumsuz yönde etkilendiğine değinmiştir.

Finansal liberalizasyon sürecinin düşük ve yüksek gelirli ülkelerde farklı sonuçlar yaratmasını kurumsal ve finansal gelişmişlik düzeylerinin farklılığından kaynaklanabileceği Kraay(1998) tarafından araştırılmıştır. Bu konuda yapılan ilk çalışmalardan biri olan ve 117 ülke için 1985-1997 dönemini analiz eden Kraay(1998), sermaye hareketleri liberalizasyonunun ekonomide yaratacağı etkilerin çeşitli bazı ekonomik önkoşullara bağlı olduğunu gösteren güçlü bir bulgu saptayamamıştır. Konuyla ilgili olarak Rodrik(1999) ise finansal dışa açılmanın uygun bir makroekonomik yapı ve düzenlemeler sağlanmadan tehlikeli sonuçları beraberinde getireceğine yönelik uyarılarda bulunmaktadır.

57 ülkede 1980-2000 dönemi için finansal bütünleşmenin kendi başına büyüme üzerindeki etkisini araştıran Edison vd.(2002), finansal bütünleşmenin okullaşma oranı, bankacılık sektöründeki gelişmeler ve kurumsal kalite gibi değişkenlerle pozitif yönde ilişkili olduğunu ve bu değişkenler olmadan finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde tek başına olumlu bir etki yaratamayacağını tespit etmiştir. Arteta vd.(2003), sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonun etkilerinin finansal derinleşme ve kurumsal kalitenin göstergelerinden biri olan hukuka duyulan güven kriterine göre farklılaştığına dair çok güçlü bir kanıt ulaşılamamıştır. Eichengreen ve Leblang(2003), 21 ülke için yaptığı analiz sonucunda sermaye hesabı liberalizasyonunun ne büyük bir sorun ne de her ekonomik sorunun çözümünü içeren bir yöntem olmadığını, finansal istikrarın hakim olduğu bir ekonomide zararlı etkilerden ziyade büyüme üzerinde olumlu sonuçlarının ortaya çıkacağını belirten açıklamalarda bulunmuşlardır. Vanessche(2004) ise 1980-1997 sürecinde 65 ülke için yaptığı incelemede uluslararası finansal bütünleşmenin gelişmiş ülkelerde olduğu kadar gelişmekte olan ülkelere de yurtiçi finansal gelişmişliği destekleyeceğine yönelik bulgulara ulaşmıştır. Ayrıca 45 ülke için yapılan bu analiz sonucunda finansal bütünleşmenin sanayi sektörü reel katma değer artışı üzerinde birinci dereceden pozitif yönde etkili bir değişken olduğu saptanmıştır.

Bonfiglioli ve Mendicino(2005), 1975-1999 döneminde 90 ülke için yaptıkları incelemede ortalama büyüme oranlarının finansal liberalizasyonla pozitif, bankacılık sektörü krizleriyle negatif yönde ilişkili olduğundan ve sermaye işlemleri

hesabına yönelik kısıtlamaların kaldırılmasının finansal derinleşme ve hisse senedi piyasasındaki liberalizasyon aracılığıyla büyümeyi doğrudan etkileyeceğinden bahsetmişlerdir. Vlachos ve Waldenström(2005), dış finansmana yoğun biçimde bağımlı olan endüstrilerin finansal piyasaların liberalizasyonu ile katma değer artışı gibi bir gelişmeyle karşılaşamayacaklarından bahsetmektedir. Ülkelerin liberalizasyon sonucu hem çıktı hem de firma sayısında artış sağlayabilmesi için belirli bir finansal gelişmişlik düzeyini aşmış olmaları gerekmektedir. Chanda(2005), OECD üyesi olmayan 57 ülkenin 39'unda sermaye kontrollerinin uygulandığı 1975-1995 döneminde büyüme oranlarında düşüş gerçekleşirken ancak 18'inde büyüme oranlarında artış olduğuna dikkat çekmektedir.

Klein ve Olivei(2005), 2008 yılında gözden geçirerek yeniden yayınladıkları çalışmalarında sermaye işlemleri hesabı ile finansal liberalizasyona geçiş yapan ülkelerde finansal derinleşme ve ekonomik büyümenin nasıl bir seyir izlediğini 1986-1995 ve 1976-1995 dönemi için 21 OECD üyesi ve 23'ü Latin Amerika ülkesi olan toplamda 66 OECD üyesi olmayan ülkeler için regresyon analizi yaparak belirlemeye çalışmışlardır. Bu analiz sonucunda sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun yirmi yılı aşkın sürede finansal derinleşme aracılığıyla büyümeye katkı sağladığına yönelik hipotezin yalnızca sanayileşmiş ülkelerde desteklendiği, OECD üyesi olmayan ülkelerde ise bunun geçerliliğini doğrulayan çok az kanıtın bulunduğu tespit edilmiştir. Ayrıca bu çalışma gelişmekte olan ülkelerin uygun makroekonomik politikalar ve gerekli kurumların tesis edilmesinin ardından dışa açılacaklarını belirten görüşlerle de örtüşmektedir. Klein(2007), orta gelir düzeyine sahip ülkelerde finansal açıklığın büyüme oranları üzerinde en büyük etkiyi yaratacağını ancak zengin ve fakir ülkelerde bu pozitif etkiden bahsetmenin mümkün olmadığını belirtmiştir. Klein(2007)'in ulaştığı bu sonuç finansal açıklık ve kişi başı gelir düzeyi ile büyüme arasındaki ilişkinin ters-U biçiminde bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerinden oluşan toplamda 94 ülkeyi 1950-2004 sürecinde zaman serisi ve yatay kesit yöntemleriyle analize tabi tutan Quinn ve Toyoda(2008) ise bu analizler sonucu sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun her iki ülke grubunda da büyümeyi pozitif yönde etkilediğini belirten çalışmalarla aynı sonuçlara ulaşmışlardır.

Sermaye hesabı liberalizasyonun ardından ülkeler büyüme oranları üzerinde kısa dönemli kazanımlar sağlamasına rağmen bu etkinin orta ve uzun dönemde tersine dönmesi, finansal açıklık ve büyüme ilişkisinin zaman içinde değişken bir niteliğe sahip olması şeklinde açıklanmaktadır. Zamanlar arasında farklılaşan bu ilişki, sanayileşmiş ve yükselen 45 ekonomi için Bussiere ve Fratzscher(2008) tarafından da doğrulanmış ve liberalizasyonun ardından ilk önce portföy ve borç akımlarıyla yatırım patlaması yaşanırken, orta ve uzun vadede büyüme oranlarını yükseltecek asıl faktörlerin yurtiçindeki kurumsal kalite düzeyi, doğrudan yabancı yatırım hacmi ve liberalizasyonun sıralaması olduğunun altı çizilmiştir.

Bu aşamaya kadar Türkiye gibi bazı gelişmekte olan ülkelerde finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme etkileşimini konu edinen çalışmalar ve bulgularına yer verilmiştir. Yalnızca Türkiye ekonomisi için finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme oranları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara baktığımızda ise bu çalışmaların büyük çoğunluğunun teorik bazda kaldığı ve herhangi bir ekonometrik yöntemle bu etkileşimin varlığını ve yönünü analiz eden sınırlı sayıda çalışmanın olduğu görülmektedir. Bu çalışmalardan biri olan Özatay ve Sak(2002), 1977-1999 dönemi çeyrek dönemlik verileriyle Türkiye ekonomisinin yirmi yıllık liberalizasyon sürecini değerlendirmiş ve bu süreçte toplam varlık ve mevduatlar ile bankacılık sektöründe derinleşme sağlanmasına rağmen kredi stokunda buna paralel bir gelişmenin ortaya çıkmadığını belirlemişlerdir. Özellikle 1990-1999 döneminde risk düzeyindeki artışla birlikte faiz oranları, döviz kuru ve büyüme oranlarındaki dalgalanmanın da arttığı gözlenmiş ve risk düzeyinin artış gösterdiği böylesi bir ekonomik ortamda bankaların kredi arzının ve büyüme oranlarının da olumsuz yönde etkilendiği anlaşılmıştır.

Odekon(2002) ise 1986 yılının ardından 10 yıllık süreçte 500 en büyük firmanın değerlerini kullanarak yaptığı analiz sonucunda finansal liberalizasyonun ardından kaynakların üretken fiziki sermaye yatırımlarından ziyade spekülasyon alanlarda kullanıldığı tespit etmiş ve finansal liberalizasyonun spekülasyon etkisinin kaynak etkisine daha baskın olduğu yorumunu yapmıştır.

1980-2003 dönemi için yaptığı Granger nedensellik analizi sonucunda Onur(2005), finansal liberalizasyonu takip eden iki yılda GSMH'nin finansal kalkınma ve finansal liberalizasyona yol açtığı bulgusuna ulaşırken GSMH'nin dış açıklık üzerindeki etkisinin ancak 3 dönem sonrasında ortaya çıktığını belirlemiştir.

Uçak(2006), GSYİH değişimi ile finansal serbestleşme sonrası artış gösteren sıcak para akımı arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığına değinmiş ve yaptığı Granger nedensellik analizi sonucu sıcak para girişlerinin ekonomik büyümenin nedeni olduğu sonucuna ulaşmıştır. 1990-2006 dönemine ait üçer aylık verilerle ticari ve finansal açıklığın büyüme ile ilişkisini araştıran Yapraklı(2007), kullandığı eş bütünleşme, Granger nedensellik ve vektör hata düzeltme modeli sonucunda ticari açıklık ile büyüme oranı arasındaki ilişki pozitif işaretli olmasına rağmen finansal açıklığın büyüme ile etkileşiminin negatif yönlü olduğunu tespit etmiştir. Granger nedensellik analizi sonuçları ticari açıklık ve finansal açıklık ile ekonomik büyüme oranları arasında çift yönlü nedensel ilişki olduğuna işaret ederken ayrıca ticari açıklığın finansal açıklığa yol açtığını da göstermektedir.

Finansal liberalizasyon sürecinde yurtiçi değişkenler arası ilişkilerin değişim gösterip göstermediğini Türkiye ve Hindistan'ın finansal liberalizasyon dereceleri üzerinden 1980.1-2003.9 aylık verileriyle mukayese eden Tokat(2007), liberalizasyonun ardından Türkiye'de yurtiçi ve yurtdışı değişkenler arası ilişkilerin daha güçlü olduğunu belirterek her iki ülkenin makroekonomik parametreleri üzerinde dış faktörlerin artan bir şekilde etkili olduğunu vurgulamıştır. Altıntaş ve Ayrıçay(2009), 1987-2007 dönemine ait üçer aylık veriler yardımıyla ARDL sınır testi yöntemini kullanarak yapmış oldukları analiz sonucunda reel büyüme oranı, finansal gelişmişlik, dış açıklık ve reel faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığına yönelik bir bulgu saptamışlardır. Bu çalışmanın uzun dönem denkleminde elde edilen sonuçlara dayanarak finansal gelişmişliğin yüzde 1 düzeyinde artması halinde ekonomik büyüme yüzde 0.30, reel faiz oranının yüzde 1 artışı durumunda ise reel büyüme oranının yüzde 0.05 yükseleceği çıkarımı yapılabilir. Ayrıca reel faiz oranlarındaki artışın tasarruf ve reel gelir üzerinde artırıcı sonuçlar vermesi, Mckinnon- Shaw hipotezinin doğrulandığının bir işaretidir.

Finansal liberalizasyon ve finansal gelişmişlik üzerine analiz yapan Ağır(2010), üçer aylık verilerden edindiği bulgulara dayanarak pozitif reel faiz oranı politikasının finansal gelişmeye doğrudan ve pozitif yönde bir katkı sağlamadığını belirlemiştir. Sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun finansal gelişmişliğe uzun dönemdeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken bu etkileşim kısa dönemde tersine dönmektedir. Dolayısıyla sermaye hesabı liberalizasyonunun ardından finansal piyasalardaki gelişmenin yönü tam olarak belirlenemeyecektir.

#### **4.2.Ekonometrik Analizde Kullanılacak Değişkenler ve Veri Kaynakları**

Çalışmanın ekonometrik uygulama kısmında Türkiye ekonomisine ait 1989.1-2010.1 süreci üçer aylık dönemler itibariyle incelenirken 1980-2009 dönemi ise yıllık veriler üzerinden analiz edilmiştir. Çeyrek dönemlik serilerde mevcut olan mevsimsel etkinin arındırılmasında TRAMO/SEATS yöntemi tercih edilmiş ve doğal logaritmaları alınan seriler üzerinden analiz yapılmıştır. Ekonometrik uygulama aşamasında kullanılan değişkenlere ve hangi kaynaklardan derlendiğine ilişkin açıklamalar bağımlı değişken, bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri olarak üçlü bir sınıflandırma çerçevesinde yapılacaktır.

*Bağımlı değişken:* Büyüme oranını temsil etmesi için kişi başı reel GSYİH artış oranından faydalanılmıştır. Bu seri logaritmik dönüşümü yapılan 1987 yılı sabit fiyatlarıyla kişi başı reel GSYİH'nın birinci farkı alınarak oluşturulmuştur.

*Bağımsız değişkenler:*

Dış finansal liberalizasyon, yurtiçi yerleşiklerin yabancı piyasalarda işlem yapmasını kolaylaştırması yanında yabancıların da ulusal piyasada faaliyette bulunmasına imkan tanıyan uygulamaları içermektedir. Uygulamalı çalışmalar incelendiğinde bir kısmının dış finansal liberalizasyonu temsil etmesi amacıyla uluslararası sermaye akımlarının toplam değerleri üzerinden hesaplanan *de facto* ölçütleri kullanırken diğer kısmının ise *de jure* kıstaslardan faydalandığı görülmektedir.

#### 4.2.1. Finansal Liberalizasyonu Ölçmekte Kullanılan *De Jure* Endeskler

Finansal açıklığı ölçmek için geleneksel yaklaşımda sermaye akımlarının sınır ötesine geçişini kısıtlayan yasal düzenlemeler göz önünde bulundurularak daha çok *de jure* ölçütlerden faydalanılmıştır (Levy-Yeyati vd., 2010: 196). Bunlara örnek olarak IMF tarafından oluşturulan AREAER, Chinn ve Ito (2006, 2008, 2009), Miniane (2004), Mody ve Murshid (2005) ve Quinn (1997) tarafından metodolojisi detaylı bir şekilde açıklanan ve hesaplanan endeksler gösterilebilir.

Uygulamalı çalışmalarda hükümetlerin uluslararası finansal işlemler ve sermaye akımları üzerindeki kontrollerini ölçmek için sıkça kullanılan *de jure* kıstaslardan biri IMF tarafından yayınlanan Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)'dir. Hazırlanan bu raporda ülkelerin finansal olarak dışa açıklığı hükümetlerin sermaye hareketlerine yönelik bir kısıtlama getirip getirmediğine göre ikili bir sınıflandırma çerçevesinde belirlenmektedir. Ancak kısmen açık olan ülkelerle kapalı ülkelerin aynı kategoride tanımlanması, bu yöntemle oluşturulan bir serinin büyüme regresyonlarında bağımsız değişken olarak kullanılması durumunda sistematik bir ölçüm hatasına yol açmaktadır (Quinn ve Toyoda, 2008: 1407).

Bir diğer finansal açıklık ölçütü ise Quinn (1997) tarafından hazırlanmıştır. Quinn (1997), IMF'nin sermaye işlemleri kısıtlamalarına ilişkin skorlarını baz alarak bu kısıtlamanın boyutunu belirler ve bu bağlamda IMF'nin ölçütünü geliştirmeyi amaçlamaktadır. Ancak Quinn (1997) tarafından hazırlanan bu ölçüt yalnızca belirli yıllar için (1958, 1973, 1982 ve 1988) sınırlı sayıda ülkeyi kapsamaktadır. Hem Quinn hem de AREAER endeksi, hükümet kısıtlamalarını doğrudan ölçen göstergeler olmalarına rağmen sermaye hareketlerine yönelik kısıtların etkinlik ve büyüklüğünü doğru tahmin edemedikleri yönünde eleştiriye maruz kalmaktadırlar. Bu iki endeks, çok sayıda ülke için sınırlı bir zaman dilimi üzerinden, panel veri yöntemi kullanılarak yapılan çalışmalarda kullanılmasına ve sıkça atıfta bulunulmasına rağmen hem sıralanan bu eksiklikleri hem de bu çalışmanın bir zaman serisi analizi olmasından dolayı AREAER ve Quinn (1997) endeksleri finansal liberalizasyon göstergeleri olarak kullanılmayacaklardır.

Miniane (2004) tarafından oluşturulan bir diğer endeks ise 1983-2000 döneminde 34 ülke için hesaplanmıştır. Miniane(2004) endeksinin kapsadığı dönem ile bu çalışmadaki zaman diliminin örtüşmemesi, Miniane(2004) çalışmadaki metodoloji izlenerek yeni bir finansal liberalizasyon değişkeninin oluşturulmasına mani teşkil etmektedir.

Bir diğer çalışmada Chinn ve Ito(2006), IMF tarafından geliştirilen ikili sınıflandırmayı takip ederek sınır ötesi finansal işlemlere yönelik kısıtlamaları dikkate almış ve temel bileşen analizi yöntemini kullanarak *de jure* bir ölçüt olan KAOPEN endeksini oluşturmuşlardır. Toplamda 182 ülke için 1970 yılından itibaren ülkelerin finansal açıklığına ilişkin bir göstere niteliği taşıyan bu endeks, 1996 yılına kadar yabancı işlemlere yönelik dört temel kategori üzerinden oluşturulmasına rağmen bu yılın ardından serinin genişletilmesinde Mody ve Murshid(2005) takip edilmiştir. Bu yeni yöntemde finansal kontrol yerine finansal açıklığın temsil edilmesi için tüm değerlerin tersi alınmış ve böylece kısıtlamaların olmadığı bir durumda endeks 1 değerini alacak şekilde yeniden düzenlenmiştir(Chinn ve Ito, 2008: 311-312). Türkiye ekonomisi için 1970-2009 dönemine ait kesintisiz verilere erişim imkanı bulunan bu endeks, özellikle yıllık seriler üzerinden analiz yapılan tüm çalışmalarda yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada da Chinn ve Ito(2009) tarafından oluşturulan KAOPEN endeksi, 1980-2009 dönemine ilişkin yıllık seriler yardımıyla yapılacak analizlerde kullanılacak bir finansal liberalizasyon göstergesidir.

Yıllık datalarla yapılacak olan analizde kullanılacak bir diğer finansal liberalizasyon göstergesi ise Bandiera vd.(2000) tarafından metodolojisi açıklanan finansal liberalizasyon endeksidir. Bu metot Demetriades ve Luintel(1997), Laeven(2003) ve Shrestha ve Chowdhury(2006) gibi diğer bazı çalışmalarda da finansal liberalizasyon endeksi oluşturmada örnek alınmıştır. Bu çalışmasında Bandiera vd.(2000), Türkiye'nin de içinde bulunduğu sekiz gelişmekte olan ülkenin liberalizasyon sürecini tarihsel bir kronoloji üzerinden izleyerek her bir farklı liberalizasyon uygulaması için farklı kukla değişkenler yaratmış ve temel bileşen analizi yardımıyla bu kukla değişkenlerden yeni bir finansal liberalizasyon endeksi

oluşturmuştur. Ekonometrik uygulama aşamasında kullanılmak üzere oluşturulacak olan bu endeks, Bandiera vd.(2000)'nın Türkiye ekonomisine ait belirttiği önemli tarihler ve kullanılması gereken kukla değişken sayısına sadık kalınarak hesaplanmıştır. Bandiera vd.(2000), Türkiye için oluşturulacak finansal liberalizasyon endeksinde temel alınmasını belirttiği liberalizasyon uygulamalarını şu şekilde ifade etmiştir(Bandiera vd., 2000: 262):

➤ *İç Finansal liberalizasyon*

1. Faiz oranı liberalizasyonu

1981: Faiz oranları üzerine konulan tavanlar kaldırıldı.

1983: Faiz oranı tavanı uygulamasına yeniden geçiş yapıldı.

1985: Kamu menkul değerleri açık satışa sunularak getirilerinin piyasa tarafından belirlenmesi sağlandı.

1988: Tavanlar yeniden kaldırıldı.

Türkiye ekonomisinde faiz oranlarını serbestleştirmeye yönelik bu gelişmeleri temsil etmesi için Bandiera vd.(2000) tarafından önerilen ilk kukla değişken 1981-1982 yılları ile 1987 yılı sonrasında 1 değerini alırken ikinci kukla değişken ise 1984 yılı sonrasında 1 değerini alacak şekilde oluşturulmuştur.

2. Piyasada rekabetçi bir ortamın sağlanmasına yönelik gelişmeler

1980: Mevduat sertifikaları çıkarıldı.

1981: Piyasaya giriş engelleri azaltıldı.

Bu gelişmeleri temsil etmesi için 1979 ve 1980 yılları sonrasında 1 değerini alan iki kukla değişken daha oluşturulmuştur.

3. İleriye yönelik tedbiri düzenlemeler

1986: Denetleyici ve ihtiyatlı bir yapıya sahip yeni bankacılık düzeni tesis edildi. Merkez Bankası bünyesinde bankacılık denetleme birimi oluşturuldu.

Böylesi bir gelişmeyi temsil etmesi için 1985 yılı sonrasında 1 değerini alan temsili bir kukla değişken kullanılmıştır.

➤ *Menkul kıymetler piyasasına yönelik gelişmeler*

1983: Menkul Kıymetler Piyasasındaki gelişmeleri yöneten ve destekleyen bir kurum olarak Sermaye Piyasası Kurulu oluşturuldu.

1986: İMKB faaliyete başladı.

Bu gelişmeleri temsilen 1982 ve 1985 yılları sonrasında 1 değerini alan iki kukla değişken daha kullanılmıştır.

➤ *Uluslararası Finansal Liberalizasyon*

1984: Yerleşiklerin yabancı para cinsinden mevduat tutmalarına ve bankaların yurtdışında yabancı para bulundurmalarına izin verilerek döviz serbestisi sağlandı.

1985: Yabancı paralara yönelik yeni kısıtlamalar getirildi.

1988: Yabancı paralara ilişkin uygulamalar yeniden serbest bırakıldı.

1989: Sermaye hareketleri liberalize edildi.

1990: Döviz kuru serbest bırakıldı.

Bu gelişmeler için 1983 yılı sonrasında; yalnızca 1983 yılı için ve 1987 yılı sonrasında; 1987; 1988 ve 1989 yılları sonrasında 1 değerini almak üzere beş kukla değişken daha kullanılmıştır. Oluşturulan tüm bu kukla değişkenler kullanılarak temel bileşen analizi yöntemi yardımıyla elde edilen yeni seri, yıllık analizde finansal liberalizasyonu temsil etmesi için kullanılacak bir diğer bağımsız değişkendir.

Sermaye piyasaları kapsamında borsaların etkin bir biçimde faaliyette bulunması likidite, risk dağıtımı, borsada işlem gören firmalara ilişkin bilgi edinimi, kontrol mekanizmasının işleme ve tasarrufların mobilizasyonu gibi pek çok fonksiyonun da yerine getirilmesine aracılık edecektir. Başarılı bir hisse senedi piyasasındaki tüm bu gelişmeler ekonomik büyüme oranlarının yükselmesine imkan tanıyacaktır(Levine ve Zervos, 1996: 326).

Hisse senedi piyasası ve borsaların gelişmişliğini gösteren bir kıstas olarak Levine ve Zervos(1996) birkaç ölçütten bahsetmişlerdir. Bunlardan ilki olan likidite, yüksek getirili yatırım projelerinin uzun vadeli sermaye taahhüdü gerektirmesinden dolayı likit olmayan piyasalarda daha az yatırım yapılması sonucunu beraberinde getireceği için önem taşımaktadır. Hisse senedi piyasasında likiditeyi ve bir anlamda

sermaye piyasalarının gelişmişliğini ölçmek amacıyla iki oran önerilmektedir. Bunlardan ilki borsada alım-satım yapılan hisse senetlerinin değerinin GSYİH'ya oranlanmasıyla elde edilmektedir ve bu oran ile bir anlamda hisse senedi işlem değerinin ekonomideki nisbi payı anlaşılmaya çalışılmaktadır(Levine ve Zervos, 1996: 328-329). İkinci gösterge olan piyasa değer oranı(market capitalization ratio) aynı zamanda devir oranı(turnover ratio) olarak da bilinmektedir ve işleme konu olan hisse senedi değerlerinin piyasadaki toplam değere oranı ile ifade edilmektedir. Bu ikinci gösterge işlem maliyet düzeyi hakkında bilgi vermektedir(Arestis ve Demetriades, 1997: 785-786; Levine ve Zervos, 1996: 328-329).

Hisse senedi piyasasının büyüklüğü ve bu bağlamda sermaye piyasalarının etkinliğini ölçmesi bakımından yıllık verilerle yapılacak analizde *de jure* bir ölçüt olarak kullanılacak bir diğer finansal liberalizasyon göstergesi ise alım satıma konu olan hisse senetlerinin toplam değerinin GSYİH'ya oranı olacaktır. Bu oran, hisse senedi piyasasındaki ticaret hacminin GSYİH içindeki payını hesaplamaktadır ve hisse senedi piyasasının ekonomiye sağladığı likiditeyi yansıtmaktadır(Beck vd., 2000: 603-604; Beck vd., 2010: 86; Bekaert, 1995; Edison ve Warnock, 2003).

#### **4.2.2.Finansal Liberalizasyonu Ölçmekte Kullanılan *De Facto* Kıstaslar**

Sermaye akımlarının GSYİH içindeki payının yükselmesi ülkenin daha çok dış dünya ile irtibat halinde olmasının ve artan finansal bütünleşmenin bir yansıması olarak kabul edilmektedir. Finansal liberalizasyonun modelleneceği bu çalışmada hükümet kısıtlamalarından ziyade finansal açıklığın büyüme ile etkileşimi inceleneceğinden sermaye akımlarının gerçekleşen değerleri üzerinden hesaplanan bazı göstergeler kullanılacaktır. Köse vd.(2006), Prasad vd.(2003), Lane ve Milesi-Ferretti(2006) de benzer doğrultuda *de jure* endekslerin sermaye işlemleri hesabı açıklığını doğru olarak ölçemeyeceğinden bahsetmekte ve uluslararası finansal bütünleşmenin boyutunu belirlemek için *de facto* bazı oranların kullanılmasını önermektedirler. Bunun gerekçesi ise *de facto* kıstasların gerçek sermaye giriş-çıkış hacimleri üzerinden hesaplanmasından dolayı dışa açıklığın boyutunu daha gerçekçi bir şekilde ölçeceğinin düşünülmesidir.

Bu bağlamda Kraay(1998), ülkeye giren ve ülkeden çıkan doğrudan yabancı yatırım ve portföy akımlarının toplamının GSYİH'ya oranını, finansal dış açıklığı ölçecek iyi bir gösterge olarak önermektedir. Edison vd.(2002) ise Kraay(1998) tarafından önerilen bu oranı sermaye akımlarını, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı şeklinde bileşenlerine ayırarak incelemeyi uygun bulmuştur. Bu oranın hesaplanabilmesi için ihtiyaç duyulan sermaye akımlarının toplam değerine, IFS veritabanı 78bdd(yabancı ülkede yapılan doğrudan yatırım), 78bed(ev sahibi ülkedeki doğrudan yatırım), 78bfd(portföy yatırımı varlıkları) ve 78bgd(portföy yatırımı yükümlülükleri) satırlarının toplanması sonucu erişilmiştir(Edison vd., 2002: 774). Elde edilen bu oran, çeyrek dönemli verilerle yapılacak analizlerde kullanılacak *de facto* bir finansal liberalizasyon göstergesi niteliğindedir.

Kraay(1998) ve Edison vd.(2002) ayrıca sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki etkisini anlamak açısından yabancı sermayenin doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı şeklinde ülkeye girdiği dikkate alınarak analiz yapmanın mümkün olacağından bahsetmektedirler. Doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarının toplamı alınarak oluşturulacak sermaye girişi değişkeni için ihtiyaç duyulan veriler, IFS veritabanı 78bed(ev sahibi ülkedeki doğrudan yatırım) ve 78bgd(portföy yatırımı yükümlülükleri) satırlarından derlenmiştir.

Lane ve Milesi-Ferretti(2006) ise bir ülkenin yabancı varlık ve yükümlülük toplamının o ülkenin sermaye akımları stokunu oluşturduğunu belirtmiş ve bu stok değerini finansal açıklığın bir göstergesi olarak görmüştür. Edison vd.(2002) de benzer doğrultuda sermaye stoku değerinin kısa dönemli ekonomik ve siyasi dalgalanmalara karşı daha az duyarlı olmasından dolayı uygulamalı çalışmalarda iyi bir ölçüt olacağından bahsetmektedir. Bu çalışmalardaki metodoloji sermaye akımlarının stok değerine, ev sahibi ülkede yabancıların yaptığı ve yerleşiklerin yabancı ülkelerde yaptığı doğrudan yabancı yatırım ile portföy yatırımlarının birikimli değerlerinin GSYİH'ya oranlanmasıyla elde edileceğini belirtmektedir. Çeyrek dönemli verilerle kurulacak olan ARDL denklemlerinde Edison vd.(2002) ve Lane ve Milesi-Ferretti(2006) çalışmalarında açıklanan metodoloji izlenerek sermaye akımı stokunun GSYİH'ya oranı, finansal liberalizasyonun *de facto* göstergelerinden

bir diğeri olarak kullanılmıştır. Bu değişkenin elde edilmesinde IFS veritabanı BOP dizininden faydalanılmıştır.

### *Kontrol değişkenleri*

**Bankacılık kesiminin gelişmişliği:** King ve Levine(1993a), Levine(1992) ve Levine ve Zervos(1998b), bankacılık sektöründeki gelişmeleri temsil etmesi için özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranının iyi bir ölçüt olacağından bahsetmişlerdir. Bu görüşü takiben Beck vd.(2000), Beck vd.(2010), Bekaert vd.(2001, 2010), Chinn ve Ito(2002), Edison vd.(2002), Levine ve Zervos(1998b), Rousseau ve Watchel(2000) bankacılık kesimindeki gelişmeleri ekonomik büyümenin iyi bir açıklayıcısı olarak kabul etmişler ve bu amaçla mevduat bankalarının özel sektöre verdiği toplam kredi hacminin GSYİH'ya oranını kullanmışlardır. Mevduat bankalarının özel sektöre verdiği toplam kredi hacmi IFS 22d satırından elde edilmiş ve King ve Levine(1993a)'nin önerdiği formülasyon kullanılarak deflate sorunu ortadan kaldırılmıştır.

**Kurumsal kalite:** Edison vd.(2002), kurumsal kaliteyi ölçmek amacıyla PRS Group tarafından 1984 yılı sonrasında aylık bazda yayınlanan International Country Risk Guide'dan faydalanmıştır. Herhangi bir ülkede yolsuzluğun varlığı, ekonomik ve finansal yapıyı tehdit etmesinden dolayı yabancı yatırımcılar için tehdit oluşturan, hükümet ve iş dünyası için etkinliği düşüren bir unsurdur. Demokratik sorumluluk ise bir ülkede serbest ve adil seçimlerin yapılıp yapılmadığı ile hükümetlerin halkın taleplerine karşı ne derece duyarlı olduğunu ölçen bir kriterdir. Hükümetlerin istikrarını ölçen bir diğeri kıstas ise hükümetlerin açıkladıkları programları yerine getirme ve iktidarda kalma başarısını değerlendirmektedir ([http://www.prsgroup.com/ICRG\\_Methodology.aspx](http://www.prsgroup.com/ICRG_Methodology.aspx)).

Bir ülkedeki kurumsal kalite hakkında bilgi vermesi amacıyla 1984 yılından itibaren verilerine ulaşılabildiği için çeyrek dönemlik analizlerde ICRG'nin yolsuzluk, demokratik sorumluluk ve hükümetlerin istikrarı hakkındaki puanlaması kullanılarak temel bileşen yöntemi yardımıyla kurumsal kalite endeksi oluşturulmuştur. Yıllık serilerle tahmin edilen modellerde ise aralarındaki yüksek

korelasyon dolayısıyla Marshall vd.(2009) tarafından hazırlanan “Polity iv Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2009” veriseti, kurumsal kalite hakkında bilgi verecek bir değişken olarak kullanılmıştır.

**Ortalama orta öğrenim eğitim süresi:** Beck ve Levine(2004), Bekaert vd.(2001), eğitim düzeyi ve ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu öngören Barro ve Salai-Martin(1995)’i takiben 15 yaş üstündeki nüfusun ortalama eğitim süresini, beşeri sermaye birikimini temsil edecek iyi bir gösterge olarak kullanmışlardır. Bu çalışmada da beşeri sermaye stokunu ölçtüğü kabul edilen ortalama orta öğrenim eğitim süresi, Barro ve Lee(2010) tarafından hazırlanan “A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950-2010” isimli veri setinden derlenerek ekonometrik analizlerde kullanılmıştır.

**Enflasyon oranı:** Beck ve Levine(2004), Bekaert vd.(2001), Calvo vd.(1996), Edison vd.(2002), Levine ve Zervos(1998b), kötü makroekonomik politikaların uygulandığı bir ülkede kriz çıkma olasılığının daha yüksek olacağından bahsetmekte ve ekonometrik modellerde fiyat istikrarını temsil etmesi amacıyla enflasyon değişkeninin kullanılabilceğini belirtmektedirler. Reel GSYİH’deki yıllık artış olarak ifade edilen enflasyon oranı verileri için tüketici fiyat endeksi değerlerinden yararlanılmış ve bu değerler IFS veri seti 64. satırından derlenmiştir.

**Ticari açıklık:** Dışa açıklık ve dış ticaret, mukayeseli üstünlüğe sahip olunan alanlarda uzmanlaşma, artan rekabet ve daha geniş bir hedef kitleye hitap eden uluslararası piyasa gibi bazı sonuçlarıyla ekonomik büyüme üzerinde etki yaratabilmektedir. Bekaert ve Harvey(2000a) ile Levine ve Zervos(1998b) ekonomide ticaret sektörünün ağırlığını ve dışa açıklık seviyesini ölçmek için toplam ticaretin (ithalat+ihracat) GSYİH’ya oranını ticari açıklığın bir göstergesi olarak modellemelerinde kullanmışlardır. Bu kontrol değişkeninin elde edilmesi için IFS veritabanının 70 ve 71. satırlarında yer alan ihracat ve ithalat rakamları GSYİH’ya oranlanmıştır.

**Kukla değişkenler:** Ekonomik büyüme oranının hesaplanmasında temel alınan kişi başı GSYİH değişkenine ait zaman yolu grafiği incelendiğinde özellikle üç noktada ani düşüşlerin olduğu görülmektedir. Bu ani değişimlerin ortaya çıktığı ilk dönem, 1994 yılında yaşanan ekonomik krize rastlamakta iken ikinci dikkat çekici düşüş ise Asya krizinin patlak verdiği 1998 yılının ikinci çeyreğine denk gelmektedir. Bir diğer azalış dönemi ise küresel krizin etkilerinin ortaya çıkmaya başladığı 2007 yılının ikinci dönemine tekabül etmektedir.

Bu ani değişimlerin etkilerini dikkate almak için çeyrek dönem üzerinden tahmin edilecek modellere üç kukla değişken, yıllık verilerle yapılacak analizde ise bir kukla değişken eklenmiştir. Bu kukla değişkenler kısaca şu şekilde tanımlanabilir.

$$d94 = \begin{cases} 1 & 1994.2 \\ 0 & \text{diğer dönemler} \end{cases}$$

$$d98 = \begin{cases} 1 & 1998.2 \\ 0 & \text{diğer dönemler} \end{cases}$$

$$d01 = \begin{cases} 1 & 2001.1 \\ 0 & \text{diğer dönemler} \end{cases}$$

$$d07 = \begin{cases} 1 & 2007.2 \\ 0 & \text{diğer dönemler} \end{cases}$$

### 4.3. Değişkenleri Tanımlamakta Kullanılan Kısaltmalar

Bundan sonraki aşamalarda tahmin edilen denklemlerin anlaşılması ve tabloların yorumlanması için ampirik analiz bölümünde kullanılacak olan değişkenler ve kısaltmalarına ilişkin kısa bir özet sunmakta fayda olacağı düşünülmektedir.

Ampirik analizde kullanılacak değişkenler ve veri kaynakları başlığı altında kapsamlı bir şekilde açıklanan finansal liberalizasyon göstergeleri, üçer aylık ve yıllık dönemler olarak ayrıştırılmış ve toplamda altı finansal liberalizasyon göstergesi oluşturulmuştur. Üçer aylık verilerle oluşturulan değişkenler ile tahmin edilecek modeller 1989.1-2010.1 dönemini kapsarken yıllık analizin yapılacağı zaman dilimi 1980-2009 aralığı olarak belirlenmiştir. Analiz dönemlerinde böylesi bir farklılığın gidilmesinin en önemli nedenleri yıllık analizlerde kullanılacak *de jure* ölçütlerin sadece yıllık olarak hesaplanmış olması ve zaman serisi analizlerinin anlamlı

sonuçlar verebilmesi için en az 30 gözlem gerektirmesidir. Çeyrek dönemlik ve yıllık analizlerin Bekaert ve Harvey(2005) tarafından da resmi liberalizasyon tarihi olarak belirtilen 1989 yılında başlatılması halinde gözlem sayısı, belirtilen kritik sayıdan daha az olmaktadır. Bu nedenle Türkiye ekonomisinde genel olarak liberalizasyon hareketlerinin başladığı 1980 yılı, yıllık verilerle yapılacak analizin başlangıç dönemi olarak seçilmiştir. Ayrıca analiz dönemleri arası bu farklılık, mal ticareti liberalizasyonu ile finansal liberalizasyonun büyüme oranları ile etkileşiminin nasıl farklılaştığını göstermesi açısından daha dar ve geniş ölçekli iki dönem arası bir mukayeseye de imkan tanıyacaktır.

Büyüme: Kişi başı reel GSYİH'daki artış oranı

FL1: Ülkeye giren ve ülkeden çıkan toplam sermaye akımlarının GSYİH'ya oranlanmasıyla elde edilen sermaye akımı değişkeni(Kraay, 1998; Edison vd., 2002)

FL2: Bir ülkenin varlık ve yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranlanmasıyla elde edilen sermaye stoku değişkeni(Lane ve Milesi-Ferretti, 2006; Edison vd., 2002).

FL3: Ülkeye giren toplam sermaye hacminin GSYİH'ya oranlanmasıyla hesaplanan sermaye girişi değişkeni(Kraay, 1998; Edison vd., 2002)

FL4: Bandiera vd.(2000) finansal liberalizasyon endeksi

FL5: Hisse senedi toplam değerinin GSYİH içindeki payı(Beck vd., 2000, 2010; Bekaert, 1995; Bekaert vd., 2010; Edison ve Warnock, 2003).

FL6: Chinn ve Ito(2009) KAOPEN Endeksi

KK: Kurumsal kalite düzeyi

Enf: Enflasyon Oranı

Kredi: Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı

TicAçıklık: İhracat ve ithalat toplamının GSYİH'ya oranı olan ticari dışa açıklık düzeyi

Eğitim: Ortalama orta öğrenim eğitim süresi

#### **4.4. Ekonometrik Metodoloji**

Değişkenler arası uzun dönemli seviye ilişkisinin varlığını araştırmaya yönelik literatürde Engle ve Granger(1987) tarafından geliştirilen iki aşamalı Engle-Granger yöntemi ve Johansen(1988)'in öne sürdüğü Johansen koentegrasyon

yöntemi gibi alternatif metotlar olmasına rağmen bu çalışmada, Pesaran vd.(2001) tarafından önerilen sınır testi yaklaşımından faydalanılacaktır. Bu yöntemin tercih edilmesinin en önemli nedeni, sıralanan diğer ekonometrik yöntemlerin çalışmada kullanılacak zaman serilerinin özellikleri karşısında geçersiz kalmasıdır. Diğer yöntemlerden farklı olarak sınır testi, farklı seviyelerde durağan olan ve kesirli eşbütünleşik serilere dahi uygulanabilmesi yanında küçük örneklerde de iyi sonuçlar vermektedir(Pesaran ve Shin, 1999: 371-373; Pesaran vd., 2001: 289).

Sınır testi kullanılarak farklı modeller yardımıyla Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon ve finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin araştırılacağı bu çalışma, bir zaman serisi analizi niteliği taşımaktadır. Zaman serisi analizlerinde kurulan modellerin sahte regresyonlar olmaması için kullanılan değişkenlerin birim kök içermemesi gerekmektedir. Durağanlık kontrolü yapılmasının ardından seriler arası uzun dönemli ilişkilerin araştırılması aşamasına geçilebilir. Bu amaçla kullanılacak sınır testi ve ARDL yaklaşımı ise iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada uzun dönemli ilişkinin varlığı araştırılırken, ikinci aşamada Pesaran ve Shin(1999) tarafından geliştirilen gecikmesi dağıtılmış otoregresif süreç üzerine kurulan uzun dönem denklemi tahmin edilmektedir.

#### **4.4.1. Durağanlığın Sınanması ve Birim Kök Testleri**

Ekonometrik yöntemlerin değişkenler arası anlamlı ilişkiler ortaya koyabilmesi, modelde kullanılacak her bir değişkenin durağan olmasını gerekli kılmaktadır. İncelenen zaman diliminde serilerin ortalama ve varyansının değişmesi, bu serilerin durağan olmadığı veya bir diğer ifadeyle birim kök içerdiği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla ortalaması ve varyansı zaman içinde sabit kalan ve iki dönem arası kovaryans değerinin sadece bu zaman dilimleri arasındaki uzaklığa bağlı olduğu seriler durağan serilerdir(Gujarati, 2004: 797).

Klasik regresyon analizinde serilerin durağan olduğu ve hata terimlerinin sıfır medyan ve sonsuz varyansa sahip olduğunu varsayılmaktadır. Durağanlık şartını taşımayan zaman serilerine ilişkin elde edilen regresyonlar ise Granger ve Newbold(1974) tarafından sahte regresyonlar olarak adlandırılmışlardır. Bu şekilde

birim kök içeren serilerin kullanıldığı modellerin  $R^2$  değerleri yüksek ve t istatistikleri anlamlı olmasına rağmen, bu sonuçlar hiçbir anlam ifade etmemektedir(Enders, 1995: 212; Kutlar, 2005: 310).

Serilerde birim kökün varlığının araştırılmasında grafiksel analiz ve korelogram analizinden sıkça faydalanılmasına rağmen uygulamalı çalışmalarda daha çok istatistiksel birim kök testleri kullanılmaktadır(Gujarati, 2004: 807). Uygulamalarda serilerin durağanlığını belirlemekte en sık kullanılan yöntemler DF, ADF, Phillips-Perron ve KPSS birim kök testleridir. Ancak bu yöntemlerin her biri, serilerde olası bir yapısal kırılmanın varlığını göz ardı etmektedir. Serilerdeki birim kökün yapısal kırılmadan kaynaklanıp kaynaklanmadığı ise Zivot ve Andrews(1992) tarafından geliştirilen yapısal kırılmalı birim kök testi ile sınımlanmaktadır. Zaman serisi analizlerinde durağanlığın sınımlanması amacıyla kullanılacak olan birim kök testleri, zaman serilerinde yapısal kırılmanın dikkate alınıp alınmadığı kriterine göre iki başlık altında değerlendirilecektir.

#### **4.4.1.1.Yapısal Kırılmanın Dikkate Alınmadığı Birim Kök Testleri**

Zaman serilerinde yapısal kırılmanın dikkate alınmadığı birim kök testleri arasında genişletilmiş Dickey-Fuller(ADF), Phillips ve Perron ve KPSS birim kök testlerinden literatürde sıkça faydalanılmaktadır. Bu çalışmada da yapısal kırılmayı dikkate almadan serilerin durağanlığının sınımlanmasında sayılan üç yöntemin her birinden faydalanılacaktır.

##### **4.4.1.1.1.ADF ve DF Birim Kök Testleri**

Birim kökün varlığını sınımlanmaya yönelik geliştirilen ilk testler Fuller(1976) ve Dickey ve Fuller(1979, 1981) tarafından ortaya konmuştur. Dickey-Fuller tarafından geliştirilen bu yöntemde serilerde birim kökün olduğuna yönelik boş hipoteze alternatif olarak serilerin birim kök içermemesi durumu test edilmektedir. Bu yöntemin kolay uygulanabilirliği diğer yöntemlere kıyasla DF ve ADF testlerinin uygulamalı çalışmalarda daha yaygın biçimde kullanılmasına yol açmıştır(Harris, 1995: 28).

Dickey-Fuller tarafından temel alınan otoregresif süreç sıfır ortalama ve  $\sigma^2$  varyansı bulunan bağımsız normal bir rassal değişken dizisidir.  $\rho$ 'nin maksimum olabilirlik tahmincisi, en küçük kareler tahmincisine göre hesaplanmaktadır(Dickey ve Fuller, 1979: 427). Birinci dereceden otoregresif bir modelde  $u$  saf rastsal bir hata terimini ifade ettiğinde durağanlık şartının sağlanabilmesi için  $|\rho| < 1$  olması gerekmektedir.  $|\rho| = 1$  olması halinde birim kökün varlığından bahsedilebilecektir(Gujarati, 2004: 802).

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad (41)$$

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad (42)$$

$|\rho| < 1$  olduğu durumda  $t \rightarrow \infty$  iken  $Y_t$  zaman serisi de sonsuza yaklaşacaktır.  $|\rho| = 1$  iken zaman serisi durağan olmayacak ve  $Y_t$ 'nin varyansı  $t\sigma^2$  olacaktır.  $|\rho| > 1$  olduğunda ise zaman serisi durağan olmamakla birlikte zaman geçtikçe( $t$  arttığında) üssel olarak artacaktır(Dickey ve Fuller, 1979: 427). Dickey-Fuller, birim kökün olduğuna yönelik boş hipotezin geçerliliğinde bağımlı değişkenin gecikme katsayısının  $t$  değerini  $\tau$ (tau) istatistiği olarak hesaplamıştır ve bu kritik değerleri Monte Carlo simülasyonu çerçevesinde elde etmişlerdir. Ancak daha sonraları 1990 yılında bu değerlerin kısıtlı olması dolayısıyla MacKinnon(1990) tarafından daha kapsamlı bir tablo haline dönüştürülmüştür(Gujarati, 2004: 815).

Basit Dickey-Fuller testi, modellerin sabit ve trend gibi stokastik ve deterministik bileşenler içermeye durumuna göre üç şekilde yazılabilir(Enders, 1995: 221; Harris, 1995: 34).

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (43)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + u_t \quad (44)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + u_t \quad (45)$$

Eşitliklerde yer alan  $t$ , zaman veya trend değişkenini temsil etmektedir ve her bir durumda  $\delta = 0$  olduğuna işaret eden boş hipotez zaman serilerinde birim kökün olduğu bir diğer ifadeyle serilerin durağan olmadığı anlamına gelmektedir.  $\delta \neq 0$

olduğunu belirten alternatif hipotez ise boş hipotezin aksine incelenen zaman serisinin durağan olduğuna işaret etmektedir(Gujarati, 2004: 815; Hamilton, 1994: 501-502). Karar aşamasında ise tau istatistiği ve Dickey-Fuller veya MacKinnon kritik tau değerlerine göre sonuca ulaşılmaktadır. Hesaplanan tau değerinin mutlak değeri Dickey-Fuller veya MacKinnon kritik tau değerlerinden daha büyük olduğunda ( $|\tau_{hes}| > \tau_{DF}$ ) boş hipotez reddedilir ve serinin durağan olduğuna karar verilir. Aksine hesaplanan değer Dickey-Fuller veya MacKinnon kritik tau değerlerinden küçük olması halinde ( $|\tau_{hes}| < \tau_{DF}$ ) ise boş hipotez geçerli olacaktır. Ancak kullanılacak tau istatistiği kritik değerlerinin her bir durum için farklı Dickey-Fuller test istatistiğine karşılık geleceği hatırdta tutulmamalıdır(Gujarati, 2004: 816).

Dickey-Fuller testinde hata terimlerinin istatistiksel olarak bağımsız ve sabit varyanslı olması gerekmektedir ve bu varsayım serilerde otokorelasyon ve değişen varyansın olmaması anlamı taşımaktadır. Ancak bir zaman serisi AR(p) gibi bir süreç izlerken bu sürecin AR(1) olarak kabul edilmesi, hata teriminde otokorelasyon sorununun ortaya çıkmasına neden olacaktır. Hata terimlerinin otokorelasyonlu olması Dickey-Fuller yönteminin kullanımını geçersiz kılacaktır. Bu sorunun giderilmesi için bağımlı değişkenin gecikmelerinin regresyona eklenmesiyle 3 farklı genişletilmiş Dickey-Fuller(Augmented Dickey Fuller) modeli elde edilmiştir(Enders, 1995: 222; Harris ve Sollis, 2003: 48).

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + u_t \quad (46)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + u_t \quad (47)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + u_t \quad (48)$$

Eşitliklerde yer alan  $u_t$  hata terimini,  $Y_{t-1}$  ise bağımlı değişkenin bir dönem gecikmeli değerini temsil etmektedir. ADF testinde de birim kökün varlığı bir diğer ifadeyle  $\delta = 0$  durumu test edilmektedir ve ADF testi, Dickey-Fuller ile aynı asimtotik dağılımı izlediği için aynı kritik değerlere göre durağanlık durumuna karar verilmektedir(Gujarati, 2004: 817). Zaman serilerinin durağanlık şartını taşıması için bir diğer ifadeyle boş hipotezin reddedilerek alternatif hipotezin kabul edilmesi için

hesaplanan ADF değerinin kritik tablo değerinden daha küçük olması gerekmektedir(Brockwell ve Davis, 2002: 194-195).

#### 4.4.1.1.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi

ADF gibi pek çok birim kök yönteminde hata terimlerinin bağımsız(hata terimleri arasında ilişki olmaması) ve aynı varyansa sahip oldukları varsayılmaktadır. Ancak iktisat teorisinde, rassal yürüyüş olarak tanımlanan zaman serilerinin bu varsayımları taşımasının zor olduğunu ispatlayacak pek çok neden mevcuttur. Hem uygulamalı hem de teorik literatür için bu tür koşullara bağlı olmayan birim kök testleri geliştirmek oldukça önem taşımıştır(Phillips, 1987: 278).

Bu amaçla Phillips(1987), kalıntıların oldukça zayıf bağımlılığına ve heterojen dağılımına imkan tanıyan en küçük kareler regresyon tahmincisi ve regresyonla ilişkili t istatistiği için asimtotik bir teori ortaya koymuştur. Bu yöntem, rassal yürüyüş için bilinen kısıtlı dağılım teorisi ile daha genel olarak tek bir birim köklü ARIMA modellerini birleştiren ve geliştiren bir yöntem niteliğindedir(Phillips, 1987: 278). Parametrik olmayan bir istatistiki yöntemin kullanıldığı bu yaklaşım, gecikmeli değişken eklenmeksizin serilerdeki otokorelasyon sorununu ortadan kaldırmakta(Gujarati, 2004: 818) ve bu yönüyle birim kök içeren pek çok zaman serisinin kullanımına fırsat vermektedir. Phillips ve Perron(1988) tarafından geliştirilen bu yöntem zaman serilerinde hareketli ortalama bileşeninin olduğu durumlarda Dickey-Fuller yöntemine kıyasla önemli bir üstünlük sağlamaktadır(Phillips ve Perron, 1988: 336).

Regresyon denkleminde elde edilen hata terimlerinin birbiriyle ilişkili olmasını ve değişen varyans sorununu düzelten bir yöntem olan Phillips ve Perron birim kök testi, Eşitlik 49'da yer alan regresyon yardımıyla açıklanabilir(Zivot ve Wang, 2006: 127).

$$\Delta y_t = \beta' D_t + \pi y_{t-1} + u_t \quad (49)$$

Eşitlik 49'daki hata teriminin( $u_t$ ) durağan olmaması ve değişen varyans sorunu, Phillips-Perron yöntemi tarafından  $t_{\pi=0}$  ve  $T\hat{\pi}$  test istatistiklerinin

düzeltilmesi sonucu ortadan kalkmaktadır. Düzenlenmiş istatistikler  $Z_t$  ve  $Z_\pi$  olarak tanımlanarak Eşitlik 50 ve 51 şeklinde yazılabilir(Zivot ve Wang, 2006: 127).

$$Z_t = \left(\frac{\hat{\sigma}^2}{\hat{\lambda}^2}\right)^2 \cdot t_{\pi=0} - \frac{1}{2} \left(\frac{\hat{\lambda}^2 - \hat{\sigma}^2}{\hat{\lambda}^2}\right) \cdot \left(\frac{T-SE(\hat{\pi})}{\hat{\sigma}^2}\right) \quad (50)$$

$$Z_\pi = T\hat{\pi} - \frac{1}{2} \frac{T^2 SE(\hat{\pi})}{\hat{\sigma}^2} (\hat{\lambda}^2 - \hat{\sigma}^2) \quad (51)$$

Eşitliklerde yer alan  $\hat{\lambda}^2$  ve  $\hat{\sigma}^2$  terimleri, varyans parametrelerinin tahminleridir.

$$\sigma^2 = \lim_{T \rightarrow \infty} T^{-1} \sum_{t=1}^T E(u_t^2) \quad (52)$$

$$\lambda^2 = \lim_{T \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^T E(T^{-1} S_T^2) \quad (53)$$

$$S_T = \sum_{t=1}^T u_t \quad (54)$$

$\hat{u}_t$  kalıntılarının en küçük kareler örneklem varyansı,  $\sigma^2$ 'nin tutarlı bir tahminidir. Newey-West'in  $\hat{u}_t$ 'yi kullanarak  $u_t$ 'ye ilişkin uzun dönemli varyans tahmini de  $\lambda^2$ 'nin tutarlı bir tahminidir.

$$Y_t = \hat{\mu} + \hat{\alpha}y_{t-1} + \hat{u}_t \quad (55)$$

$\pi = 0$  boş hipotezi altında Phillips-Perron'un  $Z_t$  ve  $Z_\pi$  istatistikleri, ADF t istatistiği ve normalleştirilmiş eğilim istatistiği ile aynı asimtotik dağılıma sahiplerdir. Phillips-Perron birim kök testinin ADF testine göre üstün bir yönü, hata terimlerindeki değişen varyansı düzeltmesidir(Zivot ve Wang, 2006: 127).

#### 4.4.1.1.3.KPSS Birim Kök Testi

Kwiatkowski vd.(1992), birim kökün varlığını tayin etmek için boş hipotezin test edilmesi gerektiğini ve aksinin geçerli olduğunu gösteren güçlü bir kanıt olmadığı sürece boş hipotezin kabul edilebileceğini belirtmektedir. Bu doğrultuda KPSS testi boş hipotez olarak serilerin durağan olduğunu iddia ederken alternatif hipotezde serilerin durağan olmadığı sınanmaktadır.

Kwiatkowski vd.(1992), serileri deterministik trend( $t$ ), rassal yürüyüş(  $r_t$ ) ve durağan hatalar( $\varepsilon_t$ ) olarak ayrıştırmaktadır.

$$Y_t = \alpha t + r_t + \varepsilon_t \quad (56)$$

$$r_t = r_{t-1} + u_t \quad (57)$$

Rassal yürüyüş sürecinde ( $r_t$ ) yer alan  $u_t$ , bağımsız ve özdeşçe dağılmıştır( $0, \sigma_u^2$ ). Durağanlık hipotezi  $\sigma_u^2 = 0$  biçiminde ifade edilebilir ve  $\varepsilon_t$ 'nin durağan olduğu varsayıldığı için boş hipotez altında  $Y_t$  trend durağan olacaktır. Kwiatkowski vd.(1992),  $u_t$ 'nin normal ve  $\varepsilon_t$ 'nin bağımsız ve özdeş dağıldığı varsayımı altında durağanlığı test etmek amacıyla hem tek taraflı LM istatistiğinden hem de LBI istatistiğinden faydalanmıştır(Kwiatkowski vd., 1992: 162).

$\varepsilon_t$ 'nin sabitli ve trendli  $Y_t$  regresyonundan elde edilen kalıntılar olduğu düşünüldüğünde  $\widehat{\sigma}_t^2$ , bu regresyonun hata varyansının tahmini değeri(T'ye oranlanmış kalıntıların karelerinin toplamı) olacaktır. Kalıntıların kısmi toplamı ise Eşitlik 58'de gösterildiği şekilde elde edilebilecektir(Kwiatkowski vd., 1992: 163):

$$S_t = \sum_{i=1}^t e_i \quad t = 1, 2, \dots, T. \quad (58)$$

LM ve LBI istatistikleri ise Eşitlik 59'da ifade edilmiştir.

$$LM = \sum_{i=1}^T S_t^2 / \widehat{\sigma}_t^2 \quad (59)$$

Boş hipotezin trend durağanlık değil de seviye durağanlık şeklinde kurgulanması halinde ise  $\varepsilon_t$ , yalnızca sabitten oluşan bir regresyondan elde edilen kalıntılar olarak tanımlanmalıdır. Geri kalan test istatistiği süreci ise değişmeden aynı kalacaktır(Kwiatkowski vd., 1992: 163).

LM istatistiği hata terimi  $\varepsilon_t$ 'nin asimtotik dağıldığı varsayımı üzerine türetilmiştir. Ancak durağanlık testlerinin uygulanacağı serilerin zamana bağımlı olmasından dolayı bu varsayımın gerçekleşmesi zor bir hal alacaktır. Bu durumda Kwiatkowski vd.,(1992), Phillips ve Perron(1988) ile Phillips ve Solo(1989)'nun önerdiği yöntemlerle geçici bağımlılığa izin veren bir süreç oluşturulmuştur.

Phillips(1987) ve Phillips ve Perron(1988) çalışmalarında olduğu gibi  $\varepsilon_t$ 'nin kalıntılarından elde edilen  $\sigma^2$ 'nin tutarlı tahmincisi şu şekilde ifade edilmiştir(Kwiatkowski vd., 1992: 164).

$$\sigma^2 = \lim_{T \rightarrow \infty} T^{-1} E(S_T^2) \quad (60)$$

$$S^2(l) = T^{-1} \sum_{t=1}^T e_t^2 + 2T^{-1} \sum_{s=1}^l w(s, l) \sum_{t=s+1}^T e_t e_{t-s} \quad (61)$$

Hem trend hem de seviye durağanlık hipotezlerini test etmek için Eşitlik 59'da gösterilen LM istatistiğinin paydasında yer alan  $\widehat{\sigma}_t^2$  değeri yerine  $\sigma_t^2$  yazılabilecektir. Ancak hata terimlerinin bağımsız ve özdeş bir dağılım göstermemesi durumunda  $\widehat{\sigma}_t^2$  değeri yerine  $\sigma_t^2$ 'den ziyade  $\sigma^2$  yazmak daha uygun olacaktır. LM istatistiğinin payı  $T^{-2}$  ile normalleştirildiğinde Eşitlik 62'ye ulaşılmıştır(Kwiatkowski vd., 1992: 165).

$$\varphi = T^{-2} \sum S_t^2 \quad (62)$$

Ancak serilerin birinci derecede durağanlık durumları incelendiğinde ise  $e_t$  kalıntıları yalnızca sabitin bulunduğu bir regresyondan elde edilecektir. Daha iyi bir tahminci olan  $\sigma^2$ 'nin denkleme eklenmesiyle elde edilecek test istatistik değeri ise Eşitlik 63'te verilmiştir(Kwiatkowski vd., 1992: 165).

$$\widehat{\varphi}_\mu = \frac{\varphi_\mu}{S^2(l)} = T^{-2} \sum S_t^2 / S^2(l) \quad (63)$$

#### 4.4.1.2.Yapısal Kırılmanın Dikkate Alındığı Birim Kök Testleri

Seriler arası uzun dönemli ilişkinin varlığı araştırılmadan önce yapısal kırılmayı göz önüne alarak durağanlığın sınanması gerekmektedir. Perron(1989), yapısal kırılmaların göz ardı edildiği durumlarda standart birim kök testlerinin serilerin durağanlığına ilişkin yanıltıcı sonuç vereceğine yönelik uyarıda bulunmaktadır(Perron, 1989: 1362). Yapısal kırılmaların birim kök test sonuçları üzerindeki etkisini kontrol etmek amacıyla geliştirilen testler, kırılma döneminin içsel veya dışsal belirlenmesine göre sınıflandırılabilir. Perron(1989) kırılmanın dışsal olarak belirlendiğini kabul etmesine rağmen Zivot ve Andrews(1992),

Perron(1989)'un kullandığı serilerle aynı analizi yapmış ancak kırılmanın içsel belirlendiğini varsaymasından dolayı farklı sonuçlara ulaşmıştır(Zivot ve Andrews, 1992: 251-254).

Bu çalışmada serilerde yapısal kırılmayı dikkate alan bir birim kök testi olarak Zivot ve Andrews(1992) tarafından geliştirilen yöntemden faydalanılacaktır.

#### 4.4.1.2.1. Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi

Zivot ve Andrews(1992), Perron(1989) çalışmasındaki üç modelden hareket ederek kırılmanın( $\lambda$ ) olduğu yılın bilinmediği her bir model için boş hipotezini Eşitlik 64'de gösterildiği şekilde kurar(Zivot ve Andrews, 1992: 254):

$$A, B \text{ ve } C \text{ modelleri için} \quad H_0 \rightarrow Y_t = \mu + y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (64)$$

Üç farklı modele ilişkin kurulan alternatif hipotezler ise Eşitlik 65, 66 ve 67 olarak açıklanabilir.

$$A \text{ modeli için} \quad H_1 \rightarrow Y_t = \mu_1 + \beta t + (\mu_2 - \mu_1)DU_t + \varepsilon_t \quad (65)$$

$$B \text{ modeli için} \quad H_1 \rightarrow Y_t = \mu + \beta_1 t + (\beta_2 - \beta_1)DT_t + \varepsilon_t \quad (66)$$

$$C \text{ modeli için} \quad H_1 \rightarrow Y_t = \mu + \beta_1 t + (\mu_2 - \mu_1)DU_t + (\beta_2 - \beta_1)DT_t + \varepsilon_t \quad (67)$$

Eşitliklerde yer alan A modeli zaman serisi için düzeyde bir değişimi ifade ederken B modelinde yer alan  $(\beta_2 - \beta_1)$  terimi, trend fonksiyonunun eğimindeki değişimi verdiği için trendin var olduğu seriler için kullanılmaktadır. Hem sabit hem de trendin mevcut olduğu seriler için kullanılacak olan C modelinde ise  $(\mu_2 - \mu_1)$  terimi trend fonksiyonunun sabitindeki değişimi ifade etmektedir(Zivot ve Andrews, 1992: 253). Kırılmanın olduğu dönemin trendin altında kalması halinde  $DU_t$  kuklası bir değerini alacak aksi durumda ise sıfır olacaktır. Trendin kırılmanın olduğu dönemden bir dönem sonrasında serinin trend doğrusuna eşitlenmesi halinde( $t > T\lambda$ ) ise  $DT_t$  trend kuklası bir değerini alacak aksi halde sıfır olacaktır(Zivot ve Andrews, 1992: 254).

Zivot ve Andrews(1992) birim kökün varlığını araştırmak için ADF testinde kullanılan üç eşitlikten faydalanmıştır(Zivot ve Andrews, 1992: 254).

$$Y_t = \mu + \theta DU_t(\lambda) + \beta t + \alpha y_{t-1} + \sum_{j=1}^k c_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (68)$$

$$Y_t = \mu + \beta t + \gamma DT_t(\lambda) + \alpha y_{t-1} + \sum_{j=1}^k c_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (69)$$

$$Y_t = \mu + \theta DU_t(\lambda) + \beta t + \gamma DT_t(\lambda) + \alpha y_{t-1} + \sum_{j=1}^k c_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (70)$$

Zivot ve Andrews tarafından geliştirilen bu yöntemde sıfır hipotez kırılma dikkate alındığında dahi birim kökün mevcut olduğu şeklinde kurulurken alternatif hipotezde kırılmanın olmadığı iddia edilmektedir. Eşitlik 68, 69 ve 70'te yer alan regresyonların en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmesi sonucunda birim kökün varlığına karar verebilmek için regresyon denklemindeki ( $y_{t-1}$ ) teriminin katsayısının( $\alpha$ ) istatistiksel olarak anlamlılığı sınanmalıdır. Hesaplanan bu değer ile t tablo istatistiğinin karşılaştırılarak karar verilmesi aşamasında boş hipotezin reddi için asimtotik dağılımda yer alan kritik değer hesaplanan değerden büyük olması gerekmektedir(Zivot ve Andrews, 1992: 254).

$$t_{\hat{\alpha}}(\lambda) < \kappa_{\alpha}(\lambda) \quad (71)$$

Yapısal değişikliğin olduğu kırılma noktasında( $\lambda$ ), tek taraflı t istatistiği,  $\alpha = 1$  testi için minimum değer alacaktır. Bu istatistiki değer küçük olduğu noktada boş hipotez reddedilerek serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılabilmektedir(Zivot ve Andrews, 1992: 254).

#### 4.4.2. Sınır Testi ve ARDL Yöntemi

Farklı değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin varlığını sınamak amacıyla geliştirilen Engle ve Granger(1987) yöntemi ve Johansen eşbütünleşme testi, kullanılacak tüm serilerin aynı düzeyde durağan olması koşuluyla kullanılabilmekte ve serilerin farklı durağanlık seviyelerinde olmaları halinde ise geçersiz kalmaktadırlar. Bu durumda Pesaran vd.(2001) tarafından geliştirilen sınır testi ve ARDL yaklaşımı en uygun yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Pesaran vd.(2001) tarafından önerilen sınır testi, iki aşamalı bir süreçten oluşmaktadır. Bu aşamalardan ilkinde, modelde yer alan değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin varlığı araştırılmakta ve ardından uzun dönem denkleminde elde edilen hata terimleriyle Pesaran ve Shin(1999) tarafından geliştirilen ARDL yöntemiyle değişkenler arası kısa dönem denklemini veren hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla bu çalışmada tahmin edilecek regresyon Eşitlik 72’de tanımlanmıştır.

$$Büyüme_t = \beta_0 + \beta_1 FinLib_t + \beta_2 Kredi + \beta_3 KK_t + \beta_4 Enf_t + \beta_5 TicAçıklık_t + \beta_6 Eğitim_t + \varepsilon_t$$

Konuyla ilgili yapılan teorik açıklamalarda finansal liberalizasyon, ekonomik büyüme, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payı, kurumsal kalite, ticari açıklık, orta öğrenim ortalama eğitim süresi ve enflasyon oranı değişkenlerinin uzun dönemde birbirleri üzerine muhtemel etkilerinden bahsedilmiştir. Sıralanan bu değişkenler arası uzun dönem denklemlerin işaretine yönelik herhangi bir ön bilgi olmaması halinde Pesaran vd.(2001) tarafından geliştirilen sınır testi, her bir değişkeni bağımlı değişken kabul ederek sınırlandırılmamış bir hata düzeltme modeli tahmin etmektedir. Ekonomik büyüme oranının bağımlı değişken olarak kabul edildiği bu çalışmada, tahmin edilecek sınırlandırılmamış koşullu hata düzeltme modeli(unrestricted conditional error-correction model) Eşitlik 73 şeklinde ifade edilebilir.

$$\begin{aligned} \Delta Büyüme_t = & c_0 + c_1 t + \delta_1 Büyüme_{t-1} + \delta_2 FL_{t-1} + \delta_3 Kredi_{t-1} + \delta_4 KK_{t-1} + \delta_5 Enf_{t-1} + \delta_6 TA_{t-1} \\ & + \delta_7 Eğitim_{t-1} + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta Büyüme_{t-i} + \sum_{i=0}^p \omega_i \Delta FL_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_i \Delta Kredi_{t-i} + \sum_{i=0}^p \gamma_i \Delta KK_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^p \theta_i \Delta Enf_{t-i} + \sum_{i=0}^p \eta_i \Delta TA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \zeta_i \Delta Eğitim_{t-i} + \psi' D_t + u_t \end{aligned} \quad (73)$$

Eşitlik 73’te yer alan  $D_t$ , kuklalar gibi bazı dışsal değişkenleri içermektedir. Ayrıca  $c_0$  sabit terimi;  $\Delta$  değişkenlerin birinci farklarını;  $\delta_1, \delta_2, \delta_3, \delta_4, \delta_5, \delta_6$  ve  $\delta_7$  ise değişkenlere ait uzun dönem katsayılarını simgelemektedir. Sınır testinin ilk

aşamasında Eşitlik 73, sıradan en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir. Bu eşitliğin tahmininde ihtiyaç duyulan  $p$  gecikme değeri ise Akaike(AIC) veya Schwarz(SBC) bilgi kriterleri tarafından önerilecek değerler arasından seçilecektir ve gecikme değerleriyle tahmin edilen modellerin hata terimlerinde ardışık bağımlılığın olmaması büyük önem taşımaktadır(Pesaran ve Shin, 1999: 373, 386)

Uzun dönem ilişkisinin varlığını belirlemek için boş ve alternatif hipotezler kurgulanmaktadır. Boş hipotezde değişkenler arası uzun dönemli seviye ilişkisinin olmadığı ifade edilirken alternatif hipotezde değişkenler arası uzun dönemli seviye ilişkisinin varlığı iddia edilmektedir. Kurgulanan boş ve alternatif hipotezler Eşitlik 74 ve 75'te açıklanmaktadır.

$$H_0: \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0 \quad (74)$$

$$H_1: \delta_1 \neq \delta_2 \neq \delta_3 \neq \delta_4 \neq \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 \neq 0 \quad (75)$$

Hesaplanan F istatistik değerleri Pesaran vd.(2001) tarafından verilen kritik değerlerle karşılaştırılarak uzun dönemli ilişkinin varlığına yönelik bir çıkarım yapılmaktadır. Pesaran vd.(2001) çalışmasında sunulan F istatistik değerlerinin ilk sütunu tüm değişkenlerin  $I(0)$  olduğunu varsayarken ikinci sütunda tüm değişkenlerin  $I(1)$  olduğu kabul edilmektedir. Hesaplanan F istatistikî değerinin Pesaran vd.(2001) çalışmasındaki üst sınır kritik değerden büyük olması halinde seviye ilişkisinin olmadığı şeklinde kurgulanan boş hipotez reddedilerek alternatif hipotez kabul edilmekte ve değişkenler arası uzun dönemli ilişki olduğuna yönelik bir çıkarım yapılabilmektedir. Hesaplanan değer alt sınır kritik değerinden daha az olması halinde ise boş hipotez kabul edilmekte ve değişkenler arası uzun dönem seviye ilişkisi olmadığı yorumu yapılmaktadır. Hesaplanan F istatistiğinin alt ve üst sınır kritik değerleri arasında kalması durumunda ise sınır testi kesin bir sonuca işaret etmemektedir(Pesaran vd., 2001: 290).

Sınır testi ile aralarında uzun dönemli ilişki olduğu belirlenen değişkenlerin uzun ve kısa dönemli ilişkilerini gösteren regresyonlara iki kademeli gecikmesi dağıtılmış otoregresif model(ARDL) yardımıyla ulaşılabilecektir. Uzun dönem eşitliklerinin elde edilebilmesi için yapılması gereken ilk işlem, Akaike(AIC) veya

Schwarz(SBC) bilgi kriterleri tarafından önerilecek  $(p_1, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5, q_6)$  gibi uygun gecikme uzunluklarına göre ekonomik büyüme oranının bağımlı değişken olduğu uzun dönem koşullu ARDL( $p_1, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5, q_6$ ) modelinin oluşturulmasıdır. Tahmin edilecek uzun dönem koşullu ARDL modeli Eşitlik 76’da ifade edilmiştir.

$$B_t = c_0 + \sum_{i=1}^{p_1} \alpha_i B_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \theta_{1i} FL_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \theta_{2i} Kredi_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \theta_{3i} KK_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{q_4} \theta_{4i} Enf_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \theta_{5i} TA_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_6} \theta_{6i} Eğitim_{t-i} + \psi' D_t + u_t \quad (76)$$

İkinci işlem ise kısa dönem ilişkileri veren koşullu hata düzeltme modelinin elde edilmesidir. Tahmin edilecek koşullu hata düzeltme modeli ise Eşitlik 77’de sunulmuştur.

$$\Delta B_t = \mu + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta B_{t-i} + \sum_{i=0}^p \omega_i \Delta FL_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_i \Delta Kredi_{t-i} + \sum_{i=0}^p \gamma_i \Delta KK_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^p \theta_i \Delta Enf_{t-i} + \sum_{i=0}^p \eta_i \Delta TA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \zeta_i \Delta Eğitim_{t-i} + \vartheta ECM_{t-1} + \psi' D_t + u_t \quad (77)$$

Eşitlik 77’de yer alan  $\lambda_i, \omega_i, \varphi_i, \gamma_i, \theta_i, \eta_i, \zeta_i$  terimleri kısa dönemli parametreleri ifade etmek için kullanılırken  $\vartheta$  terimi ise modelin dengeye yakınsamasını ifade eden uyarılama hızını temsil etmektedir. Hata düzeltme modelinin iyi çalışması için uyarılama katsayısının negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekmektedir. Hata düzeltme terimi olan  $ECM_t$  ise Eşitlik 78’de tanımlanmıştır.

$$ECM_t = Büyüme_t - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 FL_t - \hat{\beta}_2 Kredi_t - \hat{\beta}_3 KK_t - \hat{\beta}_4 Enf_t - \hat{\beta}_5 TA_t - \hat{\beta}_6 Eğitim_t \quad (78)$$

Eşitlik 78’de bulunan  $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4, \hat{\beta}_5$  ve  $\hat{\beta}_6$  uzun dönem parametreleri, Eşitlik 76’da verilen koşullu ARDL modelinin sıradan en küçük kareler yöntemiyle tahmininden elde edilmiştir.

$$\hat{\beta}_0 = \hat{c}_0 / \left(1 - \sum_{k=1}^p \hat{\alpha}_k\right), \quad \hat{\beta}_i = \left(\sum_{j=0}^q \hat{\theta}_{ij}\right) / \left(1 - \sum_{k=1}^p \hat{\alpha}_k\right) \quad i = 1, 2, 3, 4, 5, 6 \quad (79)$$

$\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4, \hat{\beta}_5$  ve  $\hat{\beta}_6$  parametrelerine ait standart hatalar Delta yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır (Pesaran ve Shin, 1999: 386). Ayrıca kısa dönemli regresyon tahminlerinin güvenilirliği için Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testi, Jarque-Bera normallik testi ve White değişen varyans testlerinin uygulanması gerekmektedir.

Değişkenler arası nedensellik ilişkisinin varlığının araştırılmasında ise Granger nedensellik analizinden faydalanılacaktır. Engle ve Granger (1987), farklarında durağan olan iki seri arasında uzun dönemli ilişkinin mevcut olması halinde bu seriler arası en az bir yönde nedensellik ilişkisinin olacağından bahsetmişlerdir (Granger, 1988: 199). Nedenselliğin yönü konusunda ise koşullu hata düzeltme modeli yardımıyla sonuca ulaşılabacaktır. Bu çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin Granger nedensellik testleri Eşitlik 80'de ifade edilen eşitlikler yardımıyla uygulanacaktır.

$$\begin{aligned} \Delta \text{Büyüme}_t = & \pi_{10} + \sum_{i=1}^p \pi_{11,i} \Delta \text{Büyüme}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{12,i} \Delta \text{FL}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{13,i} \Delta \text{Kredi}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{14,i} \Delta \text{KK}_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \pi_{15,i} \Delta \text{Enf}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{16,i} \Delta \text{TA}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{17,i} \Delta \text{Eğitim}_{t-i} + \varphi_1 \text{ECM}_{t-1} + u_{1t} \end{aligned} \quad (80a)$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{FL}_t = & \pi_{20} + \sum_{i=1}^p \pi_{21,i} \Delta \text{Büyüme}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{22,i} \Delta \text{FL}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{23,i} \Delta \text{Kredi}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{24,i} \Delta \text{KK}_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \pi_{25,i} \Delta \text{Enf}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{26,i} \Delta \text{TA}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{27,i} \Delta \text{Eğitim}_{t-i} + \varphi_2 \text{ECM}_{t-1} + u_{2t} \end{aligned} \quad (80b)$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{Kredi}_t = & \pi_{30} + \sum_{i=1}^p \pi_{31,i} \Delta \text{Büyüme}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{32,i} \Delta \text{FL}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{33,i} \Delta \text{Kredi}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{34,i} \Delta \text{KK}_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \pi_{35,i} \Delta \text{Enf}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{36,i} \Delta \text{TA}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{37,i} \Delta \text{Eğitim}_{t-i} + \varphi_3 \text{ECM}_{t-1} + u_{3t} \end{aligned} \quad (80c)$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{KK}_t = & \pi_{40} + \sum_{i=1}^p \pi_{41,i} \Delta \text{Büyüme}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{42,i} \Delta \text{FL}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{43,i} \Delta \text{Kredi}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{44,i} \Delta \text{KK}_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \pi_{45,i} \Delta \text{Enf}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{46,i} \Delta \text{TA}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{47,i} \Delta \text{Eğitim}_{t-i} + \varphi_4 \text{ECM}_{t-1} + u_{4t} \end{aligned} \quad (80d)$$

$$\begin{aligned} \Delta Enf_t = & \pi_{50} + \sum_{i=1}^p \pi_{51,i} \Delta Büyüme_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{52,i} \Delta FL_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{53,i} \Delta Kredi_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{54,i} \Delta KK_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \pi_{55,i} \Delta Enf_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{56,i} \Delta TA_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{57,i} \Delta Eğitim_{t-i} + \varphi_5 ECM_{t-1} + u_{5t} \end{aligned} \quad (80e)$$

$$\begin{aligned} \Delta TAçıklık_t = & \pi_{60} + \sum_{i=1}^p \pi_{61,i} \Delta Büyüme_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{62,i} \Delta FL_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{63,i} \Delta Kredi_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{64,i} \Delta KK_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \pi_{65,i} \Delta Enf_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{66,i} \Delta TA_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{67,i} \Delta Eğitim_{t-i} + \varphi_6 ECM_{t-1} + u_{6t} \end{aligned} \quad (80f)$$

$$\begin{aligned} \Delta Eğitim_t = & \pi_{70} + \sum_{i=1}^p \pi_{71,i} \Delta Büyüme_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{72,i} \Delta FL_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{73,i} \Delta Kredi_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{74,i} \Delta KK_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^p \pi_{75,i} \Delta Enf_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{76,i} \Delta TA_{t-i} + \sum_{i=1}^p \pi_{77,i} \Delta Eğitim_{t-i} + \varphi_7 ECM_{t-1} + u_{7t} \end{aligned} \quad (80g)$$

Tüm eşitliklerde yer alan  $u_{it}$  parametreleri ardışık bağımlı (otokorelasyonlu) olmayan hata terimlerini,  $ECM_t$  Eşitlik 78 yardımıyla tahmin edilen hata düzeltme terimini ve  $\pi$  parametreleri ise modeller yardımıyla hesaplanacak değerleri temsil etmektedir. Hata düzeltme terimlerinin açıklayıcı değişkenlerin gecikmeleri üzerindeki  $F$  istatistikleri, kısa dönem nedensellik etkilerinin önemini göstermekte iken hata düzeltme terimi gecikmesinin  $\varphi_i$  olan katsayılarının  $t$  istatistiği ise uzun dönem nedensel etkinin önemine işaret etmektedir.

#### 4.5. Ampirik Analiz ve Bulgular

Metodoloji başlığı altında, finansal liberalizasyon ve büyüme oranları arasındaki uzun dönemli ilişkiyi belirlemek için kullanılacak sınır testi ve ARDL yaklaşımına ilişkin açıklamalar yapılmış ve bu açıklamalarda belirli bir sıralama takip edilerek bazı testlerin uygulanması gerektiğinden bahsedilmişti. Bu bölümde ise öncelikle çeyrek dönemli serilerin durağanlık durumları araştırılacak ve daha sonra değişkenler arası ilişkinin belirlenmesinde sınır testi ve ARDL yaklaşımından elde edilen çıktılar ile Granger nedensellik analizi sonuçları raporlanacaktır. Aynı testler yıllık değişkenlerle kurulan modeller için de yapılarak sonuçlar değerlendirilecektir.

#### 4.5.1. Çeyrek Dönemli Serilere İlişkin Ekonometrik Bulgular

Ekonometrik analizde kullanılacak değişkenlerin veri başlığı altında yapılan ayrıntılı açıklamalarından hatırlanacağı üzere, bir ülkedeki kurumsal kalite hakkında bilgi veren ICRG veri setinin aylık datalardan oluşması nedeniyle üçer aylık verilerine erişilebilen FL1, FL2 ve FL3 finansal liberalizasyon göstergeleri ile kurulacak Model 1, 2 ve 3 için bu değişkenin çeyrek dönem dönüşümü yapılan versiyonundan faydalanılacaktır.

ICRG veri seti, ülkenin uluslararası finansal sermaye akımlarını belirleyen ve bu açıdan uluslararası finans piyasaları ile bütünleşmesinde etkili olan bazı kurumsal kriterler hakkında bilgi vermektedir. Bekaert vd.(2005), Bekaert vd.(2006), Edison vd.(2002) ve Ito(2006), bir ülkedeki kurumsal yapı hakkında bilgi vermesi için bürokratik kalite(BQ), yolsuzluk(Corrupt) ve hukuka duyulan güven(Law) şeklinde tanımlanan üç kriterden faydalanmışlardır. Bu çalışmada da Türkiye ekonomisindeki kurumsal kaliteyi ölçmesi için bu üç kritere ait verilerden hareketle temel bileşen analizi(principle component analysis) kullanılarak kurumsal kalite endeksi oluşturulmuştur. Elde edilecek kurumsal kalite endeksi  $X=[BQ,Corrupt,Law]$  olarak tanımlanmış ve analiz sonucu ulaşılan özdeğer(eigenvalues) ve özvektör(eigenvectors) istatistikleri Tablo 1’de raporlanmıştır.

**Tablo-1: Kurumsal Kalite Değişkenine Ait Özdeğer ve Özvektör İstatistikleri**

	Özdeğerler(eigenvalues)		
	$\Lambda_1$	$\Lambda_2$	$\Lambda_3$
	1.778082	0.871607	0.35031
	Özvektörler(eigenvectors)		
	PC1	PC2	PC3
BQ	0.650589	-0.29499	0.699796
Corrupt	0.658953	-0.23879	-0.71328
Law	0.377512	0.925182	0.039032

Tablo 1’de yer alan sonuçlar ışığında ilk bileşen olan bürokratik kalitenin kurumsal kalite endeksindeki toplam değişimin %65’ini açıkladığı tespit edilmiştir. Kurumsal kalite endeksinin elde edilmesinde kullanılacak değerler, özvektör istatistiğinin ilk sütununda yer almaktadır.

#### 4.5.1.1. Çeyrek Dönemli Serilere İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları

Serilerin durağanlık seviyeleri bir diğer ifadeyle  $I(0)$  veya  $I(1)$  olduğunu tayin etmek, sınır testinde önemli bir aşamayı oluşturmaktadır. Tüm serilerin orijinal seviyelerinde durağan çıkması ( $I(0)$  olması) halinde sınır testini yapmaya ihtiyaç duyulmadan standart tahmin metotlarıyla regresyon kurulabilir. Serilerin durağanlık seviyelerini belirlemek için uygulanacak testler ise sırasıyla Dickey ve Fuller(1979) tarafından geliştirilen genişletilmiş ADF birim kök testi, Phillips ve Perron(1988)'nin geliştirdiği Phillips-Perron testi ve Kwiatkowski vd.(1992) tarafından açıklanan KPSS testleridir.

Çeyrek dönemli analizlerde finansal liberalizasyon göstergeleri olarak kullanılacak değişkenler, Lane ve Milesi-Ferretti(2006) tarafından literatüre kazandırılan sermaye stoku değişkeni FL1 ve sermaye akımı değişkeni ise FL2 olarak isimlendirilmişlerdir. Sermaye girişleri kullanılarak oluşturulan değişken ise FL3 olarak tanımlanmıştır. Model 1, 2 ve 3'te kullanılacak tüm değişkenlere ilişkin ADF ve PP test sonuçları, hem serilerin orijinal düzeyde ve birinci farkında olma durumlarına göre hem de sabit terim ve trend içermesine göre ayrıştırılarak farklı sütunlar halinde Tablo 2'de raporlanmıştır.

**Tablo-2: Serilere İlişkin ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları**

	Orijinal Seriler				Birinci Farkları Alınmış Seriler			
	ADF <sup>a</sup>	PP <sup>a</sup>	ADF <sup>b</sup>	PP <sup>b</sup>	ADF <sup>a</sup>	PP <sup>a</sup>	ADF <sup>b</sup>	PP <sup>b</sup>
FL1	-6.822*	-6.804*	-6.830*	-6.811*	-10.52*	-37.78*	-10.45*	-38.59*
FL2	-8.903*	-17.91*	-8.848*	-17.62*	-6.060*	-82.60*	-6.002*	-93.92*
FL3	-3.023**	-2.090	-2.669	-2.669	-8.442*	-12.06*	-8.723*	-11.90*
Kredi	-1.245	-1.378	-2.175	-2.272	-4.791*	-4.791*	-4.592*	-4.592*
Kurumsal Kalite	-2.099	-2.130	-2.089	-2.127	-7.252*	-7.304*	-7.207*	-7.260*
Enflasyon	-2.539	-1.860	-0.993	-3.052	-8.262*	-19.27*	-8.790*	-25.50*
Ticari Açıklık	-1.461	-15.50	-2.484	-2.788	-9.004*	-9.006*	-8.947*	-8.949*
Eğitim	-0.880	-0.781	-3.78**	-3.78**	-8.665*	-8.612*	-8.585*	-8.526*
Büyüme	-2.72***	-2.370	0.345	-1.900	-11.20*	-16.40*	-7.345*	-26.69*
<i>Kritik Değerler</i>								
%1		-3.515		-4.081		-3.512		-4.081
%5		-2.898		-3.469		-2.897		-3.469
%10		-2.586		-3.161		-2.585		-3.161

a: Regresyon sadece sabit terimi içermektedir.

b: Regresyon sabit ve lineer trend değişkeni içermektedir.

\*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %1, 5 ve 10 anlamlılık düzeylerinde birim kök hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Bu sonuçlara göre FL1 ve FL2 değişkenleri ADF ve PP testlerinin her ikisine göre %1 seviyesinde orijinal seviyelerinde durağan çıkarken, orta öğrenim eğitim süresini gösteren eğitim değişkeni ise ADF ve PP testlerinin yalnızca trend içeren modellerinde %5 seviyesinde orijinal düzeyde durağandır. FL3 değişkeni ise ADF testinin sabitli modelinde %5 seviyesinde durağan iken diğer bütün versiyonları ancak birinci farkında durağan çıkmaktadır. Ayrıca büyüme oranlarının yalnızca ADF testinin sabit terim içeren modelinde %10 seviyesinde durağan olduğu da anlaşılmaktadır. Birinci farkı alınmış serilere ilişkin test sonuçları incelendiğinde ise tüm serilerin birinci farklarında durağan hale geldiği gözlemlenmektedir. Boş hipotezi ADF ve PP testlerinden farklı olarak serilerin durağan olduğuna yönelik kurulan KPSS testine ilişkin durağanlık analizi sonuçları ise Tablo 3'te gösterilmektedir.

**Tablo-3: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları**

	Orijinal Seri <sup>c</sup>		Birinci Fark <sup>c</sup>	
	LM istatistiği <sup>a</sup>	LM istatistiği <sup>b</sup>	LM istatistiği <sup>a</sup>	LM istatistiği <sup>b</sup>
FL1	0.217	0.159**	0.151	0.151**
FL2	0.429***	0.334*	0.167	0.082
FL3	0.906*	0.282*	0.113	0.045
Kredi	0.771*	0.263*	0.112	0.098
Kurumsal Kalite	0.124	0.116	0.060	0.058
Enflasyon	0.959*	0.320*	0.249	0.111
Ticari Açıklık	0.805*	0.060	0.061	0.061
Eğitim	1.166*	0.046	0.045	0.045
Büyüme	0.987*	0.326*	0.521**	0.101
<i>Kritik Değerler</i>				
%1	0.739	0.216	0.739	0.216
%5	0.463	0.146	0.463	0.146
%10	0.347	0.119	0.347	0.119

a: Regresyon sadece sabit terimi içermektedir.

b: Regresyon sabit ve lineer trend değişkeni içermektedir.

c: Tüm seriler için tahmin metodu olarak Bartlett kernel yöntemi ile Newey-West bant aralığı kullanılmıştır.

\*, \*\* ve \*\*\* birim kök hipotezinin sırasıyla %1, 5 ve 10 düzeyinde reddedildiğini ifade eder.

KPSS birim kök testi sonuçlarına göre ise kurumsal kalite değişkeninin sabitli ve trendli modelleri ile FL1'in sabitli modeli orijinal seviyede durağan iken diğer seriler birinci farklarında durağan bulunmuştur. ADF ve PP test sonuçlarından farklı olarak sadece kurumsal kalite değişkeni KPSS testinde orijinal seviyede durağanlık göstermiştir. Bunun dışındaki diğer serilerde benzer bir sonuç yakalanmıştır.

Ayrıca Perron(1989)'nun serilerde yapısal kırılmanın olması halinde birim kök testlerinin hatalı sonuçlar vereceğine dair uyarıda bulunması dikkate alınarak birim kök test sonuçlarında yapısal değişimlerin etkisi olup olmadığı Zivot ve Andrews(1992) tarafından geliştirilen yöntem yardımıyla kontrol edilmiştir.

**Tablo-4: Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testine İlişkin İstatistikî Sonuçlar**

	Zivot-Andrews <sup>a</sup>		Zivot-Andrews <sup>b</sup>		Zivot-Andrews <sup>c</sup>	
	En küçük t-ist	Kırılma Dönemi	En küçük t-ist.	Kırılma Dönemi	En küçük t-ist.	Kırılma Dönemi
FL1	-7.669(0)	2003.2	-7.350(0)	1998.4	-7.724(0)	2003.2
FL2	-15.47(0)	1995.2	-12.35(0)	1992.3	-11.33(0)	1992.3
FL3	-7.579(0)	1994.3	-5.643(0)	1995.3	-6.180(0)	1994.3
Kredi	-5.919(1)	2005.3	-5.274(1)	2006.3	-4.922(0)	2005.3
Kurumsal Kalite	-7.710(1)	1996.3	-7.247(1)	1996.1	-7.646(1)	1999.4
Enflasyon	-9.532(1)	2002.2	-5.150(0)	2000.1	-9.368(1)	2002.2
Ticari Açıklık	-5.150(1)	1999.2	-4.470(1)	2006.3	-4.080(0)	1998.1
Eğitim	-8.780(1)	1992.2	-8.803(1)	1992.2	-4.949(0)	2000.1
Büyüme	-5.523(0)	1999.4	-5.573(0)	2000.4	-9.926(1)	1998.2

a: Sabit ve trendin her ikisinde de kırılmayı dikkate almaktadır. %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -5.57 ve -5.08'dir.

b: Trendde kırılmayı dikkate almaktadır. %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -4.93 ve -4.42'dir.

c: Sabitte kırılmayı dikkate almaktadır. %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -5.34 ve -4.80'dir.

Parantez içinde verilen değerler serilerin durağanlık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 4'te Zivot-Andrews testine ait seviyede kırılma, trendde kırılma ve seviye ve trendin her ikisinde de kırılmanın olduğu durumlara ilişkin bulgular yer almaktadır. Bu sonuçların elde edilmesi için her bir gözlem dönemi kırılmanın olduğu muhtemel bir dönem olarak kabul edilerek bu yıla ait kukla değişken yaratılmakta ve bu kuklalara ilişkin t istatistiği elde edilmektedir. Elde edilen sonuçlarda t istatistiğinin minimuma ulaştığı dönem, yapısal kırılmanın olabileceği zamanı vermektedir. Serilerin yapısal kırılmanın dikkate alındığı durumlarda dahi durağan olabilmesi için hesaplanan minimum t istatistiklerinin mutlak değer olarak kritik değerden daha büyük olması gerekmektedir. Buna göre Tablo 4'te yer alan bulgular serilerin bir kısmının seviyede, diğerlerinin ise birinci farklarında durağanlaştığına işaret etmekte ve bu nedenle uzun dönem ilişkinin belirlenmesi için sınır testi ve ARDL yaklaşımının uygun bir yöntem olduğunu göstermektedir. Ayrıca test sonuçlarında yapısal kırılmanın olabileceği tarihlerin Türkiye ekonomisinde

önemli bazı gelişmelerin yaşandığı dönemlere rastladığı göz önünde bulundurularak tahmin edilecek modellere bu önemli gelişmeleri temsil etmesi için bazı kukla değişkenler ilave edilmiştir.

#### 4.5.1.2.Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı Sonuçları

Sınır testinin ilk aşamasını değişkenler arası uzun dönem ilişkinin varlığını belirlemek amacıyla Eşitlik 73'te ifade edilen denklemin en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesi oluşturmaktadır. Bu aşamada veri seti başlığı altında seçimine yönelik ayrıntılı açıklamaların verildiği her bir finansal liberalizasyon göstergesinin(FL1, FL2 ve FL3) bağımsız değişken olarak kullanıldığı ve büyüme oranlarının ortak bağımlı değişken olduğu 3 farklı model(Model 1, 2 ve 3) Eşitlik 73'e uygun şekilde tahmin edilecektir. Bu aşamalarda tahmin edilecek modeller şu şekilde tanımlanabilir.

$$\text{Model 1: } \text{Büyüme} = f(\text{FL1}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

$$\text{Model 2: } \text{Büyüme} = f(\text{FL2}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

$$\text{Model 3: } \text{Büyüme} = f(\text{FL3}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

Koşullu hata düzeltme modellerinin tahmininden önce her bir modele ilişkin uygun gecikme uzunluklarının belirlenmesi gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluklarının tayininde Akaike ve Schwarz kriterleri tarafından önerilecek p değerleriyle kurulan modellerde birinci ve dördüncü dereceden otokorelasyonun varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı(LM) istatistiği ile test edilerek hata terimlerinde otokorelasyon olmamasına dikkat edilmiştir. Her bir finansal liberalizasyon göstergesine göre tahmin edilen modellerin AIC, SBC ve LM test sonuçları Tablo 5'te sunulmaktadır.

**Tablo-5: Model 1, 2 ve 3 için Uygun Gecikme Uzunluğunun Seçimine İlişkin İstatistikler**

Seriler	Sabitli Model				Sabitli ve Deterministik Trendli Model			
	p	AIC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$	P	AIC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$
Model 1	2	1.308	0.534 (0.46)	11.24 (0.023)	1	1.224	1.829 (0.17)	11.26 (0.023)
Model 2	1	1.545	3.329 (0.06)	7.878 (0.09)	1	1.468	1.972 (0.16)	12.94 (0.011)
Model 3	2	1.336	2.190 (0.13)	3.768 (0.43)	1	1.245	1.575 (0.20)	7.699 (0.10)

	Sabitli Model				Sabitli ve Deterministik Trendli Model			
	p	SBC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$	P	SBC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$
Model 1	1	1.823	2.499 (0.11)	5.126 (0.27)	1	1.748	1.829 (0.17)	11.26 (0.023)
Model 2	1	2.040	3.329 (0.06)	7.878 (0.09)	1	1.992	1.972 (0.16)	12.94 (0.011)
Model 3	1	1.832	2.190 (0.13)	3.768 (0.43)	1	1.769	1.575 (0.20)	7.699 (0.10)

Not: p, AIC ve SBC kriterleri tarafından önerilen gecikme uzunluklarıdır.  $\chi^2(1)$  ve  $\chi^2(4)$  ise serilerin 1 ve 4 derecede kalıntılarında ardışık bağımlılığı kontrol eden LM test istatistiğidir.  $\chi^2$  istatistiğine ait p-değerleri ise LM istatistik tahminlerinin altında parantez içinde yer almaktadır.

AIC ve SBC kriterleri tarafından önerilen uygun gecikme uzunlukları ve bunlara ilişkin LM test istatistiklerinin p-değerleri mukayese edildiğinde Model 1 ve 3'ün sabitli versiyonu dışında aynı gecikme uzunluklarını önerdikleri görülmektedir. Bundan dolayı elde edilecek bulguların birbiriyle çok yakın sonuçlar vereceği düşünüldükçe ilerleyen aşamalarda SBC tarafından önerilen gecikme uzunlukları dikkate alınacaktır.

Pesaran vd.(2001) lineer trendin varlığında F-iv, F-v ve t-v olmak üzere üç farklı sınır testi skoru sunmaktadır. Bunlardan F-iv Eşitlik 73'te bulunan katsayıların  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  ve  $c_1=0$  olma durumunu test eden F istatistiği iken F-v ise yine aynı eşitlik için  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  eşitliğini sımayan F-istatistiğidir. t-v ise Eşitlik 73'teki  $\delta_1$  katsayısının 0 eşit olup olmadığını belirleyen t-istatistiğidir. Trendin olmadığı durumlarda ise F-iii ve t-iii olarak raporlanan 2 test sonucu daha bulunmaktadır. Bunlardan F-iii, trendin bulunduğu  $c_1$  grubu sifıra eşit olduğunda  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  test eden F-istatistiği iken t-iii ise yine  $c_1$  katsayılı grubun sifıra eşit olmasıyla Eşitlik 73'te bulunan  $\delta_1$  katsayısının 0'a eşit olup olmadığını belirleyen t-istatistiğidir.

**Tablo-6: Model 1, 2 ve 3'e Ait Sınır Testi Sonuçları**

Seriler	Trendli Model				Trendsiz Model		
	P	F-iv	F-v	t-v	p	F-iii	t-iii
Model 1	1	7.345 <sup>a</sup>	8.155 <sup>a</sup>	-7.101 <sup>c</sup>	1	6.371 <sup>a</sup>	-6.107 <sup>c</sup>
Model 2	1	6.990 <sup>a</sup>	7.751 <sup>a</sup>	-6.872 <sup>c</sup>	1	6.211 <sup>a</sup>	-5.985 <sup>c</sup>
Model 3	1	7.011 <sup>a</sup>	7.743 <sup>a</sup>	-6.902 <sup>c</sup>	1	6.211 <sup>a</sup>	-5.999 <sup>c</sup>

Not: F-iv, Eşitlik 3'te bulunan  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  ve  $c_1=0$  sınaması yapan F-istatistiği iken F-v, yalnızca  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  sınaması yapan bir F-istatistiğidir. F-iii,  $c_1$  katsayılı trendin sifıra eşit olması halinde  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  durumuna yönelik bir F-istatistiğidir. t-v trendin olması, t-iii ise trendin olmaması halinde Eşitlik w1'e ait  $\delta_1 = 0$  sınaması yapan t-istatistikleridir.

a: Hesaplanan değer %5 üst sınırın aştığını temsil etmektedir.

b: hesaplanan değer %5'lik sınırlar arasında kaldığını ifade etmektedir.

c: Hesaplanan değer %5'lik alt sınırın altında olduğu anlamına gelmektedir.

k=6 için %5 önem düzeyindeki alt ve üst sınırları şunlardır. F-iv için [2.63 3.62], F-v için [2.87 4.00], t-v için [-3.41 -4.69], F-iii için [2.45 3.61], t-iii için [-2.86 -4.38]

Tablo 6, FL1, FL2 ve FL3 finansal liberalizasyon göstergelerinin bağımsız değişkenler olarak kullanıldığı Model 1, Model 2 ve Model 3'e ilişkin sınır testi sonuçlarını vermektedir. Elde edilen sonuçlar %5 anlamlılık düzeyinde her bir model için seviye ilişkisi olmadığını belirten boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir. Her bir modelde bağımlı değişken olan büyüme oranları ile kontrol değişkenleri olarak kullanılan kurumsal kalite, finansal derinleşme, okullaşma oranı ve dışa açıklık gibi diğer bağımsız değişkenler sabit tutularak yalnızca finansal liberalizasyon göstergeleri farklılaştırılmıştır. Tablodaki bulgulardan hareketle Model 1, 2 ve 3'ün hem trendli hem de trendsiz versiyonlarında uzun dönem seviye ilişkisinin var olduğu çıkarımı yapılabilir.

Tablo 7, ARDL yaklaşımında ifade eden Eşitlik 72'den hareketle uzun dönem seviye ilişkisi tahmin sonuçlarına yer vermektedir. Tablo 6'da bulunan istatistikî bulgulara ulaşabilmek için öncelikle SBC tarafından önerilen gecikme uzunluğu dikkate alınarak Eşitlik 76 tahmin edilmiş ve ardından Eşitlik 79'dan hareketle uzun dönem parametreleri elde edilmiştir. Uzun dönem parametre tahminlerine ait standart hatalar ise Delta yöntemi yardımıyla hesaplanmıştır.

**Tablo-7: Model 1, 2 ve 3'e Ait Uzun Dönem Katsayı Tahminleri**

	Büyüme Oranı	Model 1 <sup>a</sup>		Model 2 <sup>b</sup>		Model 3 <sup>c</sup>	
		Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği
<b>Sabitli Model</b>	FL Göstergesi	0.322	2.029(0.04)	0.022	0.208(0.83)	0.061	0.382(0.70)
	Özel Sek.Kredi	0.051	0.235(0.81)	0.077	0.346(0.72)	0.084	0.384(0.70)
	Kurumsal Kalite	0.094	0.307(0.75)	0.034	0.109(0.91)	-0.054	-0.174(0.86)
	Enflasyon	1.002	17.04(0.00)	0.982	16.36(0.00)	1.000	13.53(0.00)
	Ticari Açıklık	0.208	0.208(0.56)	0.314	0.854(0.39)	0.511	1.327(0.18)
	Eğitim	0.375	0.453(0.65)	0.504	0.585(0.56)	0.312	0.369(0.71)
	Sabit	3.830	4.387(0.00)	3.256	3.801(0.00)	3.687	4.269(0.00)
<b>Trendli Model</b>		Model 1 <sup>aa</sup>		Model 2 <sup>bb</sup>		Model 3 <sup>cc</sup>	
		Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği
	FL Göstergesi	0.287	1.912(0.05)	0.037	0.369(0.71)	0.016	0.115(0.90)
	Özel Sek.Kredi	-0.468	-1.761(0.08)	-0.525	-1.915(0.05)	-0.527	-1.912(0.05)
	Kurumsal Kalite	0.234	0.795(0.42)	0.198	0.647(0.51)	0.208	0.680(0.49)
	Enflasyon	0.860	11.94(0.00)	0.808	11.16(0.00)	0.811	9.854(0.00)
	Ticari Açıklık	0.175	0.517(0.60)	0.255	0.728(0.46)	0.256	0.716(0.47)
	Eğitim	1.445	1.472(0.14)	1.732	1.725(0.08)	1.673	1.688(0.09)
Sabit	2.856	3.235(0.00)	2.125	2.490(0.01)	2.093	2.465(0.01)	

Not: Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.  
a:Seçilen model ARDL(0,0,0,0,3,0,0) aa:Seçilen model ARDL(0,0,0,0,3,0,0)  
b:Seçilen model ARDL(0,0,0,0,3,0,0) bb:Seçilen model ARDL(0,0,0,0,2,0,0)  
c:Seçilen model ARDL(0,0,0,0,3,1,0) cc:Seçilen model ARDL(0,0,0,0,2,0,0)

Uzun dönem katsayı tahminlerine ilişkin bulguların yer aldığı Tablo 7’de yer alan değerler ışığında, FL1, FL2 ve FL3 değişkenleriyle tahmin edilen Model 1, Model 2 ve Model 3’ün hem sabitli hem de trendli versiyonlarında yabancı sermaye stoku, yabancı sermaye akımları ve yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme oranlarını pozitif yönde etkilediği görülmesine rağmen yalnızca sermaye stokunun büyüme oranları üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Tüm modellerde kurumsal kalite ve ticari açıklık değişkenlerinin katsayılarının pozitif işarete sahip olması, beklenen bir durum olmakla birlikte bu değişkenlerin büyüme oranlarına destek verdiğinin de bir işaretidir. Ayrıca Model 1, 2 ve 3’ün sabitli versiyonunda özel sektöre verilen kredilerin büyüme oranları üzerindeki etkisi pozitif iken, trendli versiyonda bu etkileşimin yönü negatife dönüşmektedir. Türkiye ekonomisi üzerine çalışan Apak ve Uçak(2007), Demir vd.(2007), Özatay ve Sak(2002) çalışmalarının da eriştiği bu bulgu, özellikle 1990’lı yılların ardından özel sektöre verilen kredilerin yatırımlara aktarılarak büyüme potansiyelini artırmaktan ziyade etkinlikten uzak bir şekilde kullanıldığına işaret etmektedir. Benzer şekilde Sever(2005) de özel sektöre verilen kredilerin üretim

kapasitesini artıran yatırımlardan ziyade mevcut kapasitelerin yenilenmesi amacıyla kullanıldığı için çıktı hacmi ve büyüme oranlarında genişlemeye yol açmadığından bahsetmiştir. Ayrıca enflasyon oranlarının büyüme üzerindeki pozitif yönlü etkisi, keynesyen toplam arz-toplam talep modeli çerçevesinde üreticilerin mallarının fiyatlarındaki artış neticesinde üretim kararı vermelerinden dolayı beklenen bir sonuçtur.

Tablo 8’de farklı FL endeksleriyle kurulan modellerin kısa dönem katsayı tahminleri yer almaktadır. Her bir tahminde hata düzeltme modeli katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı ve beklenen işarete sahip olduğu görülmektedir. Hata düzeltme modeli katsayısının negatif işaretli çıkması, cari dönemde dengeden sapma olması durumunda bunun gelecek dönem düzeleceği anlamını taşımaktadır.

**Tablo-8: Model 1, 2 ve 3'e Ait Hata Düzeltme Modeli Tahminleri ve Kısa Dönem Katsayıları**

Büyüme Oranı	Model 1		Model 2		Model 3		
	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	
$\Delta$ FL Göstergesi	0.227	1.726(0.08)	0.031	0.487(0.62)	0.124	0.672(0.50)	
$\Delta$ Özel Krediler	-0.259	-0.554(0.58)	-0.291	-0.614(0.54)	-0.286	-0.606(0.54)	
$\Delta$ Kurumsal Kalite	0.506	0.732(0.46)	0.374	0.530(0.59)	0.324	0.461(0.64)	
$\Delta$ Enflasyon	0.368	4.361(0.00)	0.359	4.218(0.00)	0.368	4.322(0.00)	
$\Delta$ Enflasyon(-1)	-0.388	-3.375(0.00)	-0.371	-3.178(0.00)	-0.374	-3.184(0.00)	
$\Delta$ Enflasyon(-2)	-0.226	-2.546(0.01)	-0.214	-2.377(0.02)	-0.214	-2.379(0.02)	
$\Delta$ Ticari Açıklık	-0.915	-1.351(0.18)	-0.847	-1.225(0.22)	-0.906	-1.281(0.20)	
$\Delta$ Eğitim	-0.034	-0.026(0.97)	-0.158	-0.115(0.90)	-0.204	-0.151(0.87)	
$\Delta$ D94	-1.316	-4.695(0.00)	-1.251	-4.393(0.00)	-1.246	-4.212(0.00)	
$\Delta$ D98_2	-0.790	-2.541(0.01)	-0.566	-1.915(0.05)	-0.536	-1.807(0.07)	
$\Delta$ D07_2	-1.672	-6.084(0.00)	-1.661	-5.963(0.00)	-1.691	-6.084(0.00)	
Sabit	0.019	0.418(0.67)	0.023	0.497(0.62)	0.021	0.449(0.65)	
ECM(-1)	-0.843	-6.566(0.00)	-0.833	-6.434(0.00)	-0.833	-6.392(0.00)	
$R^2$	0.678		0.665		0.667		
$F$ -Stat	12.131(0.00)		11.455(0.00)		11.556(0.00)		
Durbin-Watson	1.990		1.937		1.942		
$X_{BGAB}^2$	0.192(0.82)		0.427(0.65)		0.821(0.44)		
$X_{JBN}^2$	0.302(0.22)		0.303(0.22)		2.774(0.24)		
$X_{WDV}^2$	12.18(0.28)		12.16(0.28)		1.813(0.06)		
Trendli Model	Model 1		Model 2		Model 3		
	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	
	$\Delta$ FL Göstergesi	0.192	1.519(0.13)	0.032	0.565(0.57)	0.083	0.508(0.61)
	$\Delta$ Özel Krediler	-0.377	-0.839(0.40)	-0.209	-0.464(0.64)	-0.204	-0.454(0.65)
	$\Delta$ Kurumsal Kalite	0.413	0.625(0.53)	0.396	0.582(0.56)	0.431	0.634(0.52)
	$\Delta$ Enflasyon	0.374	4.652(0.00)	0.362	4.419(0.00)	0.366	4.462(0.00)
	$\Delta$ Enflasyon(-1)	-0.353	-3.318(0.00)	-0.191	-2.192(0.03)	-0.190	-2.182(0.03)
	$\Delta$ Enflasyon(-2)	-0.191	-2.302(0.02)				
	$\Delta$ Ticari Açıklık	-0.666	-1.019(0.31)	-0.765	-1.150(0.25)	-0.823	-1.223(0.22)
	$\Delta$ Eğitim	1.127	0.894(0.37)	1.417	1.079(0.28)	1.338	1.035(0.30)
	$\Delta$ D94	-1.384	-5.164(0.00)	-1.369	-4.972(0.00)	-1.383	-4.871(0.00)
	$\Delta$ D98_2	-0.728	-2.437(0.01)	-0.648	-2.306(0.02)	-0.646	-2.300(0.02)
	$\Delta$ D07_2	-1.678	-6.377(0.00)	-1.726	-6.405(0.00)	-1.730	-6.427(0.00)
	Sabit	0.029	0.667(0.50)	0.037	0.847(0.39)	0.038	0.861(0.39)
	ECM(-1)	-1.012	-7.298(0.00)	-0.949	-6.825(0.00)	-0.945	-6.743(0.00)
	$R^2$	0.705		0.678		0.679	
$F$ -Stat	13.750(0.00)		13.616(0.00)		13.655(0.00)		
Durbin-Watson	1.912		1.977		1.975		
$X_{BGAB}^2$	0.260(0.77)		0.466(0.62)		0.500(0.60)		
$X_{JBN}^2$	0.123(0.22)		0.98(0.07)		0.102(0.06)		
$X_{WDV}^2$	1.184(0.30)		1.362(0.20)		1.364(0.20)		

**Not:** Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.

Tablo 8 incelendiğinde uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de yabancı sermaye akımı, yabancı sermaye stoku ve yabancı sermaye girişi değişkenlerinin büyüme oranları ile pozitif yönlü etkileşiminin geçerli olduğu görülmektedir. Uzun dönemde ekonomik büyümeye yalnızca sabitli modellerde katkı sağladığı görülen özel sektör kredilerinin kısa dönem tahmin sonuçlarında hem sabitli hem de trendli modellerde büyüme oranlarına etkisi istatistiksel olarak anlamsız ve negatif yönlü olmaktadır. Bunun nedeni olarak özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin kısa vadede verimli bir dönüşümünün sağlanamamasından kaynaklanmaktadır. Bu bulgu Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülke üzerinden yapılan panel veri analizleri sonucunda da görülmektedir. Finansal bütünleşme sürecinde büyüme oranlarına katkı sağladığına yönelik geniş bir literatür bulunan kurumsal gelişmişliğin uzun dönemde olduğu kadar kısa dönemde de büyümeye katkı sağladığı, farklı finansal liberalizasyon değişkenleriyle tahmin edilen sabit ve trendli modellerde de doğrulanmıştır. Ayrıca hem trendli hem de sabitli modellerin  $R^2$  ve F istatistikleri incelendiğinde de her bir değer makul seviyede olduğu söylenebilir.

Tablo 8’de yer alan  $X_{BGAB}^2$  istatistiği Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testine ait değeri ifade etmektedir ve bu sonuçlar Model 1, 2 ve 3’e ilişkin sabitli ve trendli versiyonların hiçbirinde ardışık bağımlılığın olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Bir diğer istatistikî değer olan  $X_{JBN}^2$  ise Jargue-Bera testine göre serilerin normal dağılıma uygun olup olmadığını göstermekte olup tahmin edilen modellerin hepsinde hata terimlerinin normal dağıldığına işaret etmektedir. Modelde değişen varyansın varlığını sınamaya yarayan  $X_{WDV}^2$  White değişen varyans test istatistiği ise tahmin edilen modellerin sabit varyansa sahip olduğunu göstermektedir.

ARDL tahminlerinin doğruluğunu sınamak amacıyla aynı zamanda Phillips ve Hansen(1990) tarafından geliştirilen FMOLS(tam düzenlenmiş EKK) yöntemiyle de uzun dönem parametre tahmini yapılmıştır. Bu yöntemin uygulanması sonucu elde edilen tahmin sonuçları Tablo 9’da verilen istatistikler yardımıyla değerlendirildiğinde ARDL yöntemiyle bu bulguların büyük oranda örtüştüğü görülmekte ve üç modele ilişkin katsayı tahminlerinin tutarlılığının farklı bir model ile de desteklendiği anlaşılmaktadır.

**Tablo-9: FMOLS(Tam Düzenlenmiş EKK) Yöntemiyle Model 1, 2 ve 3'e Ait Katsayı Tahminleri**

	Büyüme Oranı	Model 1 <sup>a</sup>		Model 2 <sup>b</sup>		Model 3 <sup>c</sup>	
		Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği
<b>Sabitli Model</b>	FL Göstergesi	0.184	0.946(0.34)	0.035	0.269(0.78)	0.182	1.009(0.31)
	Özel Sek.Kredi	-0.471	-1.914(0.05)	-0.484	-1.898(0.06)	-0.418	-1.571(0.12)
	Kurumsal Kalite	0.344	0.942(0.34)	0.356	0.957(0.34)	0.235	0.613(0.54)
	Enflasyon	0.858	13.23(0.00)	0.843	12.79(0.00)	0.793	10.08(0.00)
	Ticari Açıklık	0.637	1.454(0.14)	0.636	1.418(0.16)	0.643	1.368(0.17)
	Eğitim	2.513	2.845(0.00)	2.754	2.959(0.00)	2.524	2.657(0.00)
	Sabit	2.341	2.396(0.01)	1.790	1.854(0.06)	2.155	2.199(0.03)
<b>Trendli Model</b>		Model 1		Model 2		Model 3	
		Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği
	FL Göstergesi	0.143	0.878(0.38)	0.024	0.229(0.81)	0.165	1.112(0.26)
	Özel Sek.Kredi	-1.130	-4.317(0.00)	-1.152	-4.357(0.00)	-1.078	-3.912(0.00)
	Kurumsal Kalite	0.671	2.177(0.03)	0.671	2.173(0.03)	0.568	1.790(0.07)
	Enflasyon	0.673	10.11(0.00)	0.659	9.955(0.00)	0.616	8.323(0.00)
	Ticari Açıklık	0.596	1.619(0.10)	0.620	1.674(0.09)	0.606	1.569(0.12)
	Eğitim	0.435	0.434(0.66)	0.422	0.406(0.68)	0.488	0.468(0.64)
Sabit	1.005	1.172(0.24)	0.633	0.765(0.44)	0.922	1.095(0.27)	
Trend	0.043	4.315(0.00)	0.045	4.423(0.00)	0.043	4.219(0.00)	

Not: Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.

Granger, değişkenler arası uzun önemli ilişkiden bahsedilebilmesi halinde değişkenler arası en az bir yönlü nedenselliğin bulunacağını belirtmiştir(Granger, 1988: 199). Bu aşamaya kadar sınır testi ve ARDL yöntemleri kullanılarak Model 1, 2 ve 3'e ait uzun dönemli eşbütünlüşme ilişkisinin varlığı belirlenmiş ve her bir modelde nedensellik ilişkisinin olabileceği anlaşılmıştır. Bu nedenle değişkenler arası ilişkilerin yönünü tayin etmek amacıyla Engle ve Granger(1987) tarafından geliştirilen Granger nedensellik analizi kullanılmıştır. Model 1, 2 ve 3'de kullanılan değişkenlere Granger nedensellik analizinin uygulanmasıyla erişilen sonuçlar Tablo 10, 11 ve 12'de sunulmuştur.

**Tablo-10: Model 1'e İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları**

		<b>Sabitli Model</b>							
X	Y	Büyüme	FL1	Kredi	Enf	KK	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	0.542 (0.46)	5.946 (0.01)	2.458 (0.12)	0.400 (0.52)	2.537 (0.11)	1.181 (0.28)	<b>-1.73</b> <b>(0.08)</b>
FL1		8.153 (0.00)	--	0.123 (0.72)	0.464 (0.49)	0.102 (0.74)	0.010 (0.91)	0.002 (0.96)	
Kredi		0.249 (0.61)	0.071 (0.79)	--	3.131 (0.08)	0.001 (0.96)	5.777 (0.01)	0.021 (0.88)	
Enf		0.195 (0.66)	0.105 (0.74)	0.559 (0.45)	--	0.226 (0.63)	7.126 (0.00)	0.989 (0.32)	
KK		0.956 (0.33)	0.207 (0.65)	0.394 (0.53)	0.089 (0.76)	--	0.247 (0.62)	0.023 (0.87)	
Açıklık		0.098 (0.75)	4.447 (0.03)	0.115 (0.73)	0.458 (0.50)	0.011 (0.91)	--	0.494 (0.48)	
Eğitim		0.536 (0.46)	0.213 (0.64)	0.332 (0.56)	10.60 (0.00)	1.642 (0.20)	0.214 (0.64)	--	
		<b>Trendli Model</b>							
X	Y	Büyüme	FL1	Kredi	Enf	KK	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	0.576 (0.45)	6.016 (0.01)	3.039 (0.08)	0.354 (0.55)	2.787 (0.09)	0.816 (0.36)	<b>-1.982</b> <b>(0.05)</b>
FL1		9.311 (0.00)	--	0.110 (0.74)	0.988 (0.32)	0.097 (0.75)	0.009 (0.92)	0.025 (0.87)	
Kredi		0.250 (0.61)	0.079 (0.77)	--	2.948 (0.09)	0.003 (0.95)	5.638 (0.02)	0.046 (0.82)	
Enf		0.055 (0.81)	0.081 (0.77)	0.507 (0.47)	--	0.339 (0.56)	6.198 (0.01)	1.873 (0.17)	
KK		0.920 (0.34)	0.210 (0.64)	0.397 (0.53)	0.086 (0.77)	--	0.242 (0.62)	0.028 (0.86)	
Açıklık		0.399 (0.52)	4.813 (0.03)	0.134 (0.71)	1.104 (0.29)	0.006 (0.93)	--	0.792 (0.37)	
Eğitim		0.154 (0.69)	0.109 (0.74)	0.404 (0.52)	6.744 (0.01)	1.443 (0.23)	0.096 (0.75)	--	

**Not:** Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.

Model 1'de kullanılan değişkenlere ait Granger nedensellik analizi sonuçları Tablo 10'da verilmiştir. Bu bulgular sabitli model için %10, trendli model için %5 önem düzeyinde uzun dönem nedensellik ilişkisinin varlığını destekler niteliktedir. Kısa dönemli nedensellik ilişkilerine bakıldığında ise büyüme oranlarından FL1 finansal liberalizasyon göstergesine doğru bir nedensellik ilişkisi söz konusu iken ayrıca özel sektör kredilerinin GSYİH içindeki payından büyüme oranlarına doğru

olan nedenselliğin %5 düzeyinde, ticari açıklık ve enflasyon oranlarından büyüme oranlarına doğru nedenselliğin ise %10 önem düzeyinde geçerli olduğu söylenebilir.

**Tablo-11: Model 2'ye İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları**

		Sabitli Model							
X	Y	Büyüme	FL2	Kredi	KK	Enf	T.Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	0.002 (0.96)	5.845 (0.01)	0.390 (0.53)	2.901 (0.09)	2.768 (0.10)	1.103 (0.29)	<b>-1.968</b> <b>(0.05)</b>
FL2		0.468 (0.49)	--	0.001 (0.98)	0.002 (0.95)	0.029 (0.86)	0.118 (0.73)	0.004 (0.94)	
Kredi		0.144 (0.70)	0.004 (0.94)	--	0.004 (0.94)	2.555 (0.11)	5.811 (0.01)	0.011 (0.91)	
KK		0.880 (0.35)	0.790 (0.37)	0.426 (0.51)	--	0.050 (0.82)	0.238 (0.62)	0.004 (0.94)	
Enf		0.383 (0.53)	1.159 (0.28)	0.831 (0.36)	0.225 (0.63)	--	7.344 (0.00)	1.406 (0.23)	
Tic.Açıklık		0.132 (0.71)	0.677 (0.41)	0.037 (0.84)	0.004 (0.94)	0.535 (0.46)	--	0.439 (0.50)	
Eğitim		0.579 (0.44)	0.229 (0.63)	0.329 (0.56)	1.565 (0.21)	11.38 (0.00)	0.166 (0.68)	--	
		Trendli Model							
X	Y	Büyüme	FL2	Kredi	KK	Enf	T.Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	0.002 (0.95)	5.733 (0.01)	0.327 (0.56)	3.168 (0.07)	3.195 (0.07)	0.624 (0.43)	<b>-2.094</b> <b>(0.03)</b>
FL2		0.796 (0.37)	--	0.001 (0.96)	0.002 (0.95)	0.242 (0.14)	0.132 (0.71)	0.022 (0.88)	
Kredi		0.092 (0.76)	0.003 (0.95)	--	0.007 (0.93)	2.117 (0.14)	5.661 (0.02)	0.021 (0.88)	
KK		0.787 (0.37)	0.793 (0.37)	0.436 (0.51)	--	0.030 (0.86)	0.233 (0.63)	0.005 (0.94)	
Enf		0.198 (0.65)	1.535 (0.21)	0.859 (0.35)	0.334 (0.56)	--	6.216 (0.01)	2.646 (0.10)	
Tic.Açıklık		0.521 (0.47)	0.518 (0.47)	0.078 (0.78)	0.001 (0.97)	1.354 (0.24)	--	0.870 (0.35)	
Eğitim		0.109 (0.74)	0.213 (0.64)	0.456 (0.50)	1.364 (0.24)	6.522 (0.01)	0.051 (0.82)	--	
<b>Not:</b> Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.									

Model 2'de kullanılan değişkenlere ait Granger nedensellik analizi sonuçları %5 önem düzeyinde tahmini modelin hem sabitli hem de trendli versiyonlarında uzun dönemli nedensellik ilişkisi olmadığına yönelik hipotezin reddedileceğine işaret etmektedir. Kısa dönemli Granger nedensellik ilişkilerine bakıldığında ise hem

sabitli hem de trendli modellerde özel sektöre verilen kredi hacminden büyümeye ve ticari açıklıktan özel sektör kredilerine doğru %1 düzeyinde, ticari açıklık ve enflasyon oranından büyümeye doğru ise %10 önem düzeyinde kısa dönemli nedensellik ilişkisinden bahsetmek mümkündür.

**Tablo-12: Model 3'e İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları**

		Sabitli Model							
X	Y	Büyüme	FL3	Kredi	KK	Enf	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	0.594 (0.44)	5.728 (0.01)	0.414 (0.52)	2.797 (0.09)	2.306 (0.13)	1.222 (0.27)	<b>-1.996</b> <b>(0.04)</b>
FL3		3.208 (0.07)	--	0.009 (0.92)	0.027 (0.86)	0.329 (0.56)	3.071 (0.08)	2.642 (0.10)	
Kredi		0.139 (0.71)	0.001 (0.96)	--	0.004 (0.94)	2.485 (0.11)	5.822 (0.01)	0.016 (0.89)	
KK		0.819 (0.36)	3.790 (0.05)	0.561 (0.45)	--	0.063 (0.43)	0.123 (0.72)	0.080 (0.77)	
Enf		0.312 (0.57)	0.000 (0.97)	0.681 (0.41)	0.269 (0.60)	--	7.609 (0.00)	1.025 (0.31)	
Açıklık		0.161 (0.68)	0.093 (0.76)	0.065 (0.79)	0.015 (0.90)	0.623 (0.43)	--	0.698 (0.40)	
Eğitim		0.550 (0.46)	0.271 (0.60)	0.282 (0.59)	1.646 (0.20)	10.86 (0.00)	0.276 (0.60)	--	
		Trendli Model							
X	Y	Büyüme	FL3	Kredi	KK	Enf	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	0.661 (0.41)	5.522 (0.02)	0.354 (0.55)	3.121 (0.08)	2.913 (0.09)	0.739 (0.39)	<b>-2.164</b> <b>(0.03)</b>
FL3		2.930 (0.09)	--	0.012 (0.91)	0.029 (0.86)	0.251 (0.61)	3.189 (0.07)	2.622 (0.10)	
Kredi		0.091 (0.76)	0.001 (0.97)	--	0.006 (0.93)	2.111 (0.15)	5.672 (0.01)	0.026 (0.87)	
KK		0.813 (0.37)	3.779 (0.05)	0.555 (0.45)	--	0.084 (0.77)	0.138 (0.71)	0.072 (0.78)	
Enf		0.214 (0.64)	0.004 (0.94)	0.723 (0.39)	0.383 (0.53)	--	5.815 (0.01)	1.997 (0.16)	
Açıklık		0.544 (0.46)	0.140 (0.70)	0.126 (0.72)	0.008 (0.92)	1.405 (0.23)	--	1.210 (0.27)	
Eğitim		0.118 (0.73)	0.216 (0.64)	0.376 (0.54)	1.445 (0.23)	6.501 (0.01)	0.091 (0.76)	--	
<b>Not:</b> Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.									

Model 3'te kullanılan değişkenlere ait Granger nedensellik analizi sonuçları ise tahmin edilen modelin hem sabitli hem de trendli versiyonlarında %5 anlamlılık düzeyinde uzun dönemli nedensellik ilişkisi olmadığına yönelik hipotezin reddedileceği şeklinde yorumlanabilir. Kısa dönemli Granger nedensellik ilişkilerine ait bulgular ise sabitli modelde %1 trendli modelde %5 anlamlılık düzeyinde özel sektöre verilen kredi hacminden büyümeye doğru nedensellik ilişkisine işaret etmektedir. Ayrıca hem sabitli hem trendli modellerde büyüme oranları sermaye girişlerine neden olurken sermaye girişleri ise %5 önem düzeyinde kurumsal kalite düzeyinin nedeni olmaktadır. Her iki model için ticari açıklıktan sermaye girişlerine doğru %10, yurtiçi kredilere ve enflasyon oranına doğru ise %1 önem düzeyinde kısa dönemli bir Granger nedensellik ilişkisi de mevcuttur. Tabloda yer alan sonuçlara göre enflasyon oranlarının büyümenin nedeni olduğuna yönelik hipotez ise %10 düzeyinde kabul edilmektedir.

#### 4.5.2.Yıllık Serilere İlişkin Ekonometrik Bulgular

Ekonometrik analizde kullanılacak değişkenlerin veri başlığı altında yapılan ayrıntılı açıklamalarından hatırlanacağı üzere, FL4, FL5 ve FL6 finansal liberalizasyon göstergelerinin yalnızca yıllık datalardan oluşması ve yıllık serilerle kurulacak modellerin başlangıç yılının ICRG veri setiyle örtüşmemesi nedeniyle çeyrek dönemli modellerde kurumsal kaliteyi ölçen ICRG endeksi yerine yıllık analizde aralarında yüksek korelasyon olması dolayısıyla Polity IV dataseti kullanılmıştır. İki değişkene ilişkin Pearson korelasyon katsayıları Tablo 13'te sunulmuştur.

**Tablo-13: Kurumsal Kalite Değişkenlerine Ait Pearson Korelasyon Katsayıları**

	ICRG Kurumsal Kalite İndeksi	PolityIV dataseti
ICRG Kurumsal Kalite İndeksi	1	
PolityIV dataseti		0.743611

Tablo 13'te sunulan Pearson korelasyon katsayısı iki değişken arasında %74 düzeyinde pozitif yönlü bir korelasyon olduğu anlamı taşımaktadır. Buradan hareketle Polity IV datasetinin yıllık serilerde ICRG verisetinden oluşturulan kurumsal kalite endeksi yerine kullanılacak bir değişken olduğu çıkarımı yapılmıştır.

#### 4.5.2.1.Yıllık Serilere İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenlerde yapısal kırılmayı dikkate almadan durağanlık seviyelerinin belirlenmesinde çeyrek dönemli serilerde olduğu gibi yıllık serilerde de sırasıyla Dickey ve Fuller(1979) tarafından geliştirilen genişletilmiş ADF birim kök testi, Phillips ve Perron(1988)'a ait Phillips-Perron testi ve Kwiatkowski vd.(1992) tarafından oluşturulan KPSS testlerinden faydalanılacaktır.

**Tablo-14: Yıllık Serilere İlişkin ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları**

	Orijinal Seriler				Birinci Farkları Alınmış Seriler			
	ADF <sup>a</sup>	PP <sup>a</sup>	ADF <sup>b</sup>	PP <sup>b</sup>	ADF <sup>a</sup>	PP <sup>a</sup>	ADF <sup>b</sup>	PP <sup>b</sup>
FL4	-52.76*	-1.43	-44.89*	-1.44	-19.12*	-5.78*	-16.00*	-7.41*
FL5	-1.297	-1.255	-0.634	-0.939	-4.572*	-4.650*	-4.763*	-4.773*
FL6	-3.268	-3.26**	-3.054	-3.054	-5.365*	-5.365*	-5.455*	-5.455*
Özel Sek.Kredi	-0.710	-0.543	-2.865	-2.833	-6.407*	-7.194*	-6.320*	-7.317*
Kurumsal Kalite	-2.205	-8.981*	-2.177	-5.968*	-3.870*	-5.290*	-3.147	-5.792*
Enflasyon	-2.036	-1.621	1.141	0.458	-2.449	-2.299	-3.20***	-3.145
Ticari Açıklık	-3.25**	-3.21**	-3.80**	-3.54**	-4.382*	-4.687*	-4.495*	-5.030*
Eğitim	-0.839	-1.310	-2.449	-3.046	-2.095	-8.993*	-1.816	-10.77*
Büyüme	-4.485*	-4.435*	-4.499*	-4.254*	-8.554*	-8.681*	-8.572*	-8.709*
<i>Kritik Değerler</i>								
%1	-3.679		-4.309		-3.689		-4.323	
%5	-2.967		-3.574		-2.971		-3.580	
%10	-2.622		-3.221		-2.625		-3.225	

a: Regresyon sadece sabit terimi içermektedir.

b: Regresyon sabit ve lineer trend değişkeni içermektedir.

\*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %1, 5 ve 10 anlamlılık düzeylerinde birim kök hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 14'te yer alan sonuçlar ışığında ADF ve PP test istatistiklerinin yıllık serilerin durağanlık seviyelerine ilişkin aynı sonucu verdikleri ve birbirlerini destekledikleri söylenebilir. Birim kök testlerine ait istatistikler, ticari açıklık serisinin %5, büyüme oranlarının ise %1 önem seviyesinde sabitli ve trendli modeller için seviyede durağanlaştığını göstermektedir. Ayrıca FL4 finansal liberalizasyon göstergesinin ADF test sonuçları sabitli ve trendli model için %1 önem düzeyinde, kurumsal kalite değişkeni ise PP test istatistiğine göre hem sabitli hem trendli model için %1 önem düzeyinde seviyede durağan çıkmıştır. Daha teknik bir ifadeyle elde edilen sonuçlara göre ticari açıklık ve büyüme oranı serileri I(0) iken diğer seriler I(1)'dir.

ADF ve PP testlerinden farklı olarak boş hipotezde serilerin durağanlığının sınındığı KPSS birim kök testi de yapısal kırılmayı dikkate almadan durağanlık sınaması yapmaktadır. Çalışmada kullanılan yıllık serilere ait KPSS birim kök test istatistikleri Tablo 15’te sunulmuştur. Bu bulgular büyüme oranları ve FL6 finansal liberalizasyon göstergesinin seviyede durağan, diğer serilerin ise birinci farklarında durağan olduğuna işaret etmekte ve büyük oranda ADF ve PP birim kök testlerini destekler nitelikte sonuçlar vermektedir.

**Tablo-15: KPSS Birim Kök Test Sonuçları**

	Orijinal Seri <sup>c</sup>		Birinci Fark <sup>c</sup>	
	LM istatistiği <sup>a</sup>	LM istatistiği <sup>b</sup>	LM istatistiği <sup>a</sup>	LM istatistiği <sup>b</sup>
FL4	0.442***	0.150**	0.098	0.069
FL5	0.620**	0.157**	0.217	0.117
FL6	0.253	0.152**	0.209	0.140***
Özel Sek.Kredi	0.664**	0.149**	0.172	0.097
Kurumsal Kalite	0.373***	0.156**	0.287	0.127***
Enflasyon	0.665**	0.151**	0.334	0.190**
Ticari Açıklık	0.675**	0.178**	0.247	0.084
Eğitim	0.695**	0.144***	0.368*	0.269*
Büyüme	0.156	0.052	0.172	0.083
<i>Kritik Değerler</i>				
%1	0.739	0.216	0.739	0.216
%5	0.463	0.146	0.463	0.146
%10	0.347	0.119	0.347	0.119

a: Regresyon sadece sabit terimi içermektedir.

b: Regresyon sabit ve lineer trend değişkeni içermektedir.

c: Tüm seriler için tahmin metodu olarak Bartlett kernel yöntemi ile Newey-West bant aralığı kullanılmıştır.

\*% 5 anlamlılık düzeyinde birim kök hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Perron(1989)’nun serilerde yapısal kırılmanın olması halinde birim kök testlerinin hatalı sonuçlar vereceğini belirtmesi üzerine geliştirilen yapısal değişimlerin dikkate alındığı Zivot ve Andrews(1992) birim kök testleri yardımıyla tespit edilen sonuçlar ise Tablo 16’da yer almaktadır.

**Tablo-16: Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Test Sonuçları**

	Zivot-Andrews <sup>a</sup>		Zivot-Andrews <sup>b</sup>		Zivot-Andrews <sup>c</sup>	
	En küçük t-ist	Kırılma Dönemi	En küçük t-ist.	Kırılma Dönemi	En küçük t-ist.	Kırılma Dönemi
FL4	-13.44(0)	1990	-16.46(0)	1986	-25.90(0)	1989
FL5	-8.049(1)	1991	-6.220(1)	1990	-6.748(1)	1987
FL6	-7.934(1)	1985	-8.530(1)	1985	-7.706(1)	1984
Özel Sek.Kredi	-8.495(1)	1991	-7.951(1)	1989	-7.513(1)	1987
Kurumsal Kalite	-57.02(0)	1993	-46.00(0)	2005	-74.92(0)	1989
Enflasyon	-4.742(1)	1994	-4.766(1)	1995	4.821(1)	2003
Ticari Açıklık	-5.092(0)	1994	-4.973(1)	1986	-5.264(0)	1994
Eğitim	-6.577(0)	1985	-4.578(0)	1987	-6.281(0)	1985
Büyüme	-5.565(0)	2004	-4.433(0)	1985	-7.971(1)	1995

a: Sabit ve trendin her ikisinde de kırılmayı dikkate almaktadır. %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -5.57 ve -5.08'dir.

b: Trendde kırılmayı dikkate almaktadır ve %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -4.93 ve -4.42'dir.

c: Sabitte kırılmayı dikkate almaktadır. %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -5.34 ve -4.80'dir.

Parantez içinde verilen değerler serilerin durağanlık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 16'da yer alan Zivot-Andrews test istatistiklerinin elde edilebilmesi için serilerin seviyede, trendde ve seviye ve trendin her ikisinde yapısal kırılma olduğu durumlarına ilişkin sınama yapılmakta ve kırılmanın olabileceği muhtemel dönemlere ait kukla değişkenler yaratılarak bu değişkenlerin t istatistikleri elde edilmektedir. Bu değerlerin kritik değerlerden mutlak değer olarak büyük çıkması durumunda, yapısal kırılmanın dikkate alınması halinde dahi serilerin durağanlaştığı yorumu yapılmaktadır. Model 4, 5 ve 6'da kullanılacak olan değişkenlere ait Zivot-Andrews test sonuçlarına dayanarak yapısal kırılmanın dikkate alınması halinde dahi serilerin birim kök içermediği görülmektedir. Ayrıca muhtemel yapısal kırılma dönemlerinin Türkiye ekonomisinde önemli bazı tarihlerle çakışması nedeniyle bu önemli gelişmelerin etkilerini temsil etmesi için modellere kukla değişkenler ilave edilmiştir.

#### 4.5.2.2.Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı Sonuçları

Sınır testinin ilk aşamasında değişkenler arası uzun dönem ilişkinin varlığını belirlemek için Eşitlik 73, en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir. Üç farklı finansal liberalizasyon göstergesi olmasından dolayı Bandiera vd.(2000) tarafından metodolojisi açıklanan finansal liberalizasyon endeksi FL4 olarak

tanımlanmış ve bu gösterge ile kurulan model, Model 4 olarak isimlendirilmiştir. FL5 liberalizasyon göstergesinin yer aldığı model, Model 5 olarak tahmin edilirken benzer şekilde Chinn ve Ito(2009) tarafından hesaplanan KAOPEN endeksi FL6 olarak adlandırılarak Model 6'ya dahil edilmiştir. Tahmin edilecek modeller fonksiyonel olarak şu şekilde ifade edilebilir.

$$\text{Model 4: Büyüme} = f(\text{FL4}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

$$\text{Model 5: Büyüme} = f(\text{FL5}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

$$\text{Model 6: Büyüme} = f(\text{FL6}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

Koşullu hata düzeltme modellerinin tahmininden önce her bir modele ilişkin uygun gecikme uzunluklarının belirlenmesinde Akaike ve Schwarz kriterleri tarafından önerilecek p değerlerinden faydalanılmıştır. Her bir gecikme uzunluğu kullanılarak tahmin edilen modellerde otokorelasyon sorununun olmaması için tüm modeller Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı(LM) istatistiği ile sınanmıştır. Model 4, 5 ve 6'nın sınır testi için AIC ve SBC kriterleri tarafından önerilen uygun gecikme uzunlukları ve LM test istatistikleri Tablo 17'de sunulmuştur.

**Tablo-17: Model 4, 5 ve 6 İçin Uygun Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi**

Seriler	Sabitli Model				Sabitli ve Deterministik Trendli Model			
	P	AIC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$	P	AIC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$
Model 4	2	2.659	0.284 (0.593)	21.97 (0.02)	2	2.374	2.948 (0.086)	12.307 (0.01)
Model 5	2	2.421	1.858 (0.172)	10.132 (0.038)	2	2.407	3.585 (0.058)	10.606 (0.031)
Model 6	2	2.048	4.230 (0.039)	15.104 (0.004)	2	2.109	4.075 (0.043)	14.988 (0.004)

	Sabitli Model				Sabitli ve Deterministik Trendli Model			
	P	SBC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$	P	SBC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$
Model 4	1	3.501	0.342 (0.558)	7.257 (0.122)	2	3.129	2.948 (0.086)	12.307 (0.01)
Model 5	2	3.128	1.858 (0.172)	10.132 (0.038)	2	3.162	3.585 (0.058)	10.606 (0.031)
Model 6	2	2.755	4.230 (0.039)	15.104 (0.004)	2	2.864	4.075 (0.043)	14.988 (0.004)

Not: p, AIC ve SBC kriterleri tarafından önerilen gecikme uzunluklarıdır.  $\chi^2(1)$  ve  $\chi^2(4)$  ise serilerin 1 ve 4 derecede kalıntılarında ardışık bağımlılığı kontrol eden LM test istatistiğidir.  $\chi^2$  istatistiğine ait p-değerleri ise LM istatistik tahminlerinin altında parantez içinde yer almaktadır.

AIC ve SBC kriterleri tarafından önerilen uygun gecikme uzunlukları ve bunlara ilişkin LM test istatistiklerinin p-değerleri mukayese edildiğinde Model 4'ün sabitli modeli dışında aynı gecikme uzunluklarını önerdikleri görülmektedir. Bundan dolayı elde edilecek sonuçların birbiriyle çok yakın sonuçlar vereceği düşünülerek ilerleyen aşamalarda çeyrek dönemli serilerde olduğu gibi SBC tarafından önerilen gecikme uzunlukları kullanılacaktır.

Tablo 18'de değişkenler arası uzun dönemli ilişki olmadığını belirten boş hipotezin F istatistikleri ile Pesaran vd.(2001) çalışmasına ait sabit ve trend içeren modellerin alt ve üst kritik değerleri yer almaktadır.

**Tablo-18: Model 4, 5 ve 6'ya Ait Sınır Testi Sonuçları**

Seriler	Trendli Model				Trendsiz Model		
	P	F-iv	F-v	t-v	P	F-iii	t-iii
Model 4	2	4.041 <sup>a</sup>	3.769 <sup>b</sup>	-0.547 <sup>c</sup>	2	1.998 <sup>c</sup>	-3.534 <sup>b</sup>
Model 5	2	4.074 <sup>a</sup>	4.646 <sup>a</sup>	0.279 <sup>c</sup>	2	3.317 <sup>b</sup>	-0.697 <sup>c</sup>
Model 6	2	10.030 <sup>a</sup>	10.962 <sup>a</sup>	-2.718 <sup>c</sup>	2	11.421 <sup>a</sup>	-6.526 <sup>a</sup>

Not: F-iv, Eşitlik 3'te bulunan  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  ve  $c_1=0$  sınaması yapan F-istatistiği iken F-v, yalnızca  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  sınaması yapan bir F-istatistiğidir. F-iii,  $c_1$  katsayılı trendin sifıra eşit olması halinde  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$  durumuna yönelik bir F-istatistiğidir. t-v trendin olması, t-iii ise trendin olmaması halinde Eşitlik w1'e ait  $\delta_1 = 0$  sınaması yapan t-istatistikleridir.

a: Hesaplanan değer %5 üst sınırın aştığını temsil etmektedir.

b: hesaplanan değer %5'lik sınırlar arasında kaldığını ifade etmektedir.

c: Hesaplanan değer %5'lik alt sınırın altında olduğu anlamına gelmektedir.

k=6 için %5 önem düzeyindeki alt ve üst sınırları şunlardır. F-iv için[2.63 3.62], F-v için[2.87 4.00], t-v için [-3.41 -4.69], F-iii için[2.45 3.61], t-iii için[-2.86 -4.38]

Tablo 18'den elde edilen sonuçlar her tahmin sonucu için %5 anlamlılık düzeyinde seviye ilişkisi olmadığını belirten boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir. Her bir modelde bağımlı değişken olan büyüme oranları ile kontrol değişkenleri olarak kullanılan kurumsal kalite, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payı, okullaşma oranı ve dışa açıklık gibi diğer bağımsız değişkenler sabit tutularak yalnızca finansal liberalizasyon göstergeleri farklılaştırılmıştır. Tablodaki sonuçlardan hareketle Model 4 ve Model 5'in trendli modelleri ile Chinn ve Ito(2009) tarafından hazırlanan KAOPEN endeksiyle oluşturulan Model 6'nın hem trendli hem de trendsiz modellerinde uzun dönem seviye ilişkisinin olduğu çıkarımı yapılabilir.

Tablo 19, ARDL modeline dayalı uzun dönem seviye ilişkisini açıklayan tahmin sonuçlarını göstermektedir. Uzun dönem katsayılarının elde edilebilmesi için öncelikle AIC ve SBC tarafından önerilen gecikme uzunlukları dikkate alınarak Eşitlik 76 tahmin edilmiş ve ardından Eşitlik 79'dan hareketle uzun dönem parametreleri hesaplanmıştır. Uzun dönem parametre tahminlerine ait standart hatalara ise Delta yöntemiyle erişilmiştir.

**Tablo-19: Model 4, 5 ve 6'ya Ait Uzun Dönem Katsayı Tahminleri**

	Büyüme Oranı	Model 4 <sup>a</sup>		Model 5 <sup>b</sup>		Model 6 <sup>c</sup>	
		Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği
<b>Sabitli Model</b>	FL Göstergesi	-0.157	-0.406(0.68)	-1.268	-5.001(0.00)	-1.175	-10.16(0.00)
	Özel Sek.Kredi	-1.266	-1.272(0.21)	-1.301	-5.488(0.00)	-4.176	-9.861(0.00)
	Kurumsal Kalite	0.022	0.074(0.94)	0.241	1.034(0.31)	0.737	7.193(0.00)
	Enflasyon	-0.096	-0.697(0.49)	0.493	2.670(0.01)	-0.419	-9.660(0.00)
	Ticari Açıklık	0.932	0.753(0.45)	2.458	2.043(0.05)	1.650	5.318(0.00)
	Eğitim	1.529	0.825(0.41)	17.552	5.096(0.00)	7.650	10.09(0.00)
	Sabit	-1.029	-0.213(0.83)	-30.326	-4.051(0.00)	-11.679	-6.664(0.00)
<b>Trendli Model</b>		Model 4 <sup>aa</sup>		Model 5 <sup>bb</sup>		Model 6 <sup>cc</sup>	
		Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği
	FL Göstergesi	-1.384	-1.350(0.19)	-1.003	-4.228(0.00)	-1.203	-10.56(0.00)
	Özel Sek.Kredi	-5.716	-3.382(0.00)	-8.554	-3.851(0.00)	-4.529	-8.493(0.00)
	Kurumsal Kalite	3.011	3.115(0.00)	0.622	2.725(0.01)	0.836	6.106(0.00)
	Enflasyon	-0.243	-1.675(0.10)	0.457	3.253(0.00)	-0.444	-7.905(0.00)
	Ticari Açıklık	5.238	3.308(0.00)	3.176	3.375(0.00)	1.512	4.798(0.00)
	Eğitim	31.469	6.090(0.00)	27.356	7.063(0.00)	6.088	2.944(0.00)
Sabit	-14.60	-2.056(0.05)	-20.866	-2.871(0.00)	-12.494	-6.192(0.00)	

Not: Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.  
a:Seçilen model ARDL(0,0,0,0,0,0) aa:Seçilen model ARDL(0,1,0,2,0,2,2)  
b:Seçilen model ARDL(0,1,2,0,2,0,1) bb:Seçilen model ARDL(0,1,1,1,2,0,2)  
c: Seçilen model ARDL(2,1,1,0,2,0,2) cc:Seçilen model ARDL(2,1,2,0,2,0,2)

Uzun dönem katsayılarına ilişkin sonuçlar incelendiğinde her bir finansal liberalizasyon göstergesinin sabitli ve trendli modellerin her ikisinde de büyüme oranlarını negatif yönde etkilediği anlaşılmaktadır. Çeyrek dönemli verilerle yapılan analiz sonuçlarıyla bu bulgu karşılaştırıldığında, finansal liberalizasyonun büyüme üzerindeki etkisinin belirsiz olduğu, dönem ve yöntemlerin farklılaştığı durumlarda etkileşimin yönünün de değişeceğine yönelik fikir belirten Eichengreen(2001: 351) ve Edison vd.(2004: 236-237)'nin desteklendiği söylenebilir. Ayrıca özel sektöre verilen kredilerin uzun dönemde büyüme oranlarını negatif yönde etkilemesi de sağlanan kredilerin üretken yatırımlara gitmeden daha çok tüketim finansmanında kullanıldığına işaret etmektedir. Kurumsal kalite değişkeninin trendli modellerin

hepsinde, sabitli modellerde ise yalnızca Model 6'da %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve büyümeyi olumlu yönde etkileyen bir değişken olduğu göze çarpmaktadır. Bir ülkedeki beşeri sermaye düzeyi hakkında bilgi veren orta öğrenim eğitim süresi ise tüm modellerde büyümeyi pozitif yönde etkilemekle birlikte bu etkileşim Model 4'ün sabitli versiyonu haricinde kalan diğer tüm modellerde %1 seviyesinde anlamlılığa sahiptir.

Hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün hangisinin uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu görmek açısından hisse senedi piyasasındaki gelişmişliği ölçen FL5 göstergesinin kullanıldığı Model 5'i incelemek gerekmektedir. Model 5'e ilişkin uzun dönem tahmin sonuçlarına bakıldığında hem hisse senedi piyasasındaki gelişmelerin hem de bankacılık sektöründeki gelişmeleri veren özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'dan aldığı payın negatif işaretli katsayılara sahip olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar hem sabitli hem de trendli modellerde Türkiye ekonomisinde bankacılık sisteminin hisse senedi piyasasından daha fazla ağırlığı olduğuna işaret eder.

Tablo 20'de ise Model 4, 5 ve 6'ya ait kısa dönem katsayı tahminleri yer almaktadır. Her bir tahminde hata düzeltme modeli katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı ve beklenen negatif işarete sahip olduğu gözlenmektedir. Hata düzeltme modeli katsayısının negatif işaretli çıkması ise denge uyarlama hızının büyüklüğüne işaret eder.



Kısa dönem tahmin sonuçları incelendiğinde ekonomik büyümeye katkı sağlaması beklenen özel sektör kredilerinin cari dönemde büyümeye katkısı negatif iken gecikmeli değerinin büyüme üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Finansal bütünleşme sürecinde büyüme oranlarına katkı sağladığına yönelik geniş bir literatür bulunan kurumsal gelişmişliğin cari dönemde olduğu kadar gecikmeli olarak da büyümeyi desteklediği tahmin edilen modellerde de ispatlanmıştır. Tabloda dikkat çekici bir diğer bulgu da önceki dönem ile cari dönem büyüme oranları arasındaki istatistiksel anlamlı pozitif etkileşimdir.

Ayrıca modellere ilişkin normal dağılım, ardışık bağımlılık ve değişen varyans test istatistikleri incelendiğinde tahmin edilen modellerin her birinde hata terimlerinin normal dağıldığı, sabit varyansa sahip olduğu ve serilerde ardışık bağımlılık probleminin yaşanmadığı çıkarımı yapılarak Model 4, 5 ve 6'ya ait tahminlerin iyi öngörüler olduğu anlaşılmıştır.

ARDL tahminlerinin doğruluğunu sınamak amacıyla Phillips ve Hansen(1990) tarafından geliştirilen FMOLS(tam düzenlenmiş EKK) yöntemiyle elde edilen uzun dönem tahmin sonuçları Tablo 21'de sunulmuştur. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde ARDL yöntemiyle elde edilen bulguların FMOLS yöntemi sonuçlarıyla genellikle örtüştüğü görülmüş ve üç modele ilişkin katsayı tahminlerinin birbirleriyle tutarlı olduğu farklı bir model ile de desteklenmiştir.



**Tablo-22: Model 4'e İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları**

		<b>Sabitli Model</b>							
Y	X	Büyüme	FL4	Kredi	Enf	KK	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	0.076 (0.78)	1.700 (0.20)	0.687 (0.41)	0.299 (0.59)	0.028 (0.86)	0.086 (0.77)	<b>-1.445</b> <b>(0.16)</b>
FL4		0.158 (0.69)	--	2.914 (0.10)	0.006 (0.93)	39.05 (0.00)	4.554 (0.04)	3.385 (0.08)	
Kredi		0.009 (0.92)	0.536 (0.47)	--	3.452 (0.07)	1.217 (0.28)	0.095 (0.76)	1.145 (0.29)	
Enf		0.010 (0.91)	0.003 (0.95)	0.002 (0.96)	--	0.825 (0.37)	0.065 (0.80)	0.011 (0.91)	
KK		1.401 (0.25)	2.128 (0.16)	4.462 (0.04)	3.762 (0.06)	--	5.673 (0.02)	1.478 (0.23)	
Açıklık		1.091 (0.30)	2.607 (0.12)	2.356 (0.14)	0.243 (0.62)	0.069 (0.79)	--	0.011 (0.91)	
Eğitim		0.402 (0.53)	4.743 (0.04)	0.523 (0.47)	1.141 (0.29)	0.871 (0.36)	0.718 (0.40)	--	
		<b>Trendli Model</b>							
Y	X	Büyüme	FL4	Kredi	Enf	KK	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	1.723 (0.22)	2.962 (0.09)	2.335 (0.14)	2.142 (0.16)	0.528 (0.60)	1.103 (0.36)	<b>-1.49</b> <b>(0.16)</b>
FL4		0.792 (0.47)	--	1.109 (0.36)	0.021 (0.97)	3.448 (0.06)	0.767 (0.48)	2.295 (0.14)	
Kredi		1.171 (0.34)	3.707 (0.05)	--	0.209 (0.81)	0.950 (0.41)	0.142 (0.86)	0.698 (0.51)	
Enf		0.494 (0.62)	0.095 (0.90)	0.424 (0.66)	--	0.033 (0.96)	0.895 (0.43)	0.172 (0.84)	
KK		0.045 (0.95)	31.56 (0.00)	2.098 (0.16)	0.097 (0.90)	--	1.922 (0.19)	0.548 (0.59)	
Açıklık		1.019 (0.39)	0.600 (0.56)	0.490 (0.62)	0.294 (0.75)	0.185 (0.83)	--	0.069 (0.93)	
Eğitim		2.149 (0.16)	0.805 (0.47)	4.772 (0.03)	3.602 (0.06)	9.339 (0.00)	1.572 (0.25)	--	

**Not:** Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.

Model 4'e ilişkin Granger nedensellik testi sonuçları ışığında hem trendli hem de sabitli modellerde uzun dönem nedensellik hipotezinin %5 önem düzeyinde reddedildiği tespit edilmiştir. Değişkenler arası kısa dönemli nedensellik ilişkileri incelendiğinde ise sabitli modellerde özel sektöre verilen kredilerden ve eğitim düzeyinden %10 anlamlılık düzeyinde, kurumsal kalite ve ticari açıklıktan ise %5 önem düzeyinde FL4 finansal liberalizasyon göstergesine doğru kısa dönemli nedensellik ilişkilerinin var olduğu anlaşılmıştır. Trendli modellere ilişkin Granger

nedensellik analizi bulgularına bakıldığında ise FL4 finansal liberalizasyon göstergesi ile kurumsal kalite arasında çift yönlü bir nedenselliğin olduğu belirlenmiştir. Ayrıca özel sektöre verilen kredilerden büyüme oranlarına doğru kısa dönemli nedenselliğin varlığına yönelik kurulan hipotez %10 önem düzeyinde kabul edilirken aynı zamanda FL4 değişkeni %5 anlamlılık düzeyinde özel sektör kredilerinin nedeni olmaktadır.

**Tablo-23: Model 5'e İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları**

		Sabitli Model							
X	Y	Büyüme	FL5	Kredi	Enf	KK	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	0.278 (0.76)	2.020 (0.17)	1.665 (0.23)	1.063 (0.37)	1.190 (0.34)	0.192 (0.82)	<b>-0.659</b> <b>(0.52)</b>
FL5		0.046 (0.95)	--	2.049 (0.17)	1.087 (0.37)	0.811 (0.46)	0.244 (0.78)	0.211 (0.81)	
Kredi		0.374 (0.69)	0.410 (0.67)	--	0.768 (0.48)	2.228 (0.15)	0.845 (0.45)	0.566 (0.58)	
Enf		0.122 (0.88)	0.42 (0.66)	0.056 (0.94)	--	0.168 (0.84)	0.428 (0.66)	0.358 (0.70)	
KK		0.872 (0.44)	0.375 (0.70)	1.104 (0.36)	0.245 (0.78)	--	4.777 (0.03)	0.454 (0.64)	
Açıklık		1.913 (0.19)	0.595 (0.56)	1.295 (0.31)	0.091 (0.91)	0.737 (0.50)	--	0.621 (0.55)	
Eğitim		1.462 (0.27)	1.167 (0.34)	4.442 (0.03)	4.130 (0.04)	16.54 (0.00)	0.759 (0.49)	--	
		Trendli Model							
X	Y	Büyüme	FL5	Kredi	Enf	KK	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	5.790 (0.01)	11.81 (0.00)	9.267 (0.00)	12.22 (0.00)	2.517 (0.12)	9.490 (0.00)	<b>-4.499</b> <b>(0.00)</b>
FL5		0.106 (0.89)	--	1.859 (0.20)	1.067 (0.37)	0.823 (0.46)	0.205 (0.81)	0.322 (0.73)	
Kredi		0.479 (0.63)	0.461 (0.64)	--	0.148 (0.86)	0.681 (0.52)	0.407 (0.67)	0.247 (0.78)	
Enf		0.151 (0.86)	0.265 (0.77)	0.107 (0.89)	--	0.195 (0.82)	0.422 (0.66)	0.431 (0.65)	
KK		0.816 (0.46)	0.445 (0.65)	3.448 (0.06)	0.286 (0.75)	--	4.650 (0.03)	0.394 (0.68)	
Açıklık		1.177 (0.34)	0.022 (0.97)	0.481 (0.63)	0.041 (0.95)	0.040 (0.96)	--	0.017 (0.98)	
Eğitim		2.657 (0.11)	0.625 (0.55)	4.188 (0.04)	3.448 (0.06)	11.60 (0.00)	0.752 (0.49)	--	

**Not:** Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.

Model 5'e ilişkin Granger nedensellik testi sonuçları ise uzun dönem nedensellik hipotezinin sabitli modelde reddedilmesine rağmen trendli modelde kabul edildiğine işaret etmektedir. Ayrıca trendli modelin test sonuçlarına dayanarak finansal liberalizasyon göstergesi FL5, finansal derinleşme, enflasyon, kurumsal kalite ve okullaşma oranlarından büyüme oranlarına doğru tek yönlü kısa dönemli nedenselliğin varlığından bahsetmek de mümkündür. Bir diğer kısa dönemli tek yönlü nedensellik ilişkisi de ticari açıklıktan kurumsal kalite düzeyine ilişkindir.

**Tablo-24: Model 6'ya İlişkin Granger Nedensellik Analizi Sonuçları**

		Sabitli Model							
Y	X	Büyüme	FL6	Kredi	Enf	KK	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	2.008 (0.18)	6.148 (0.01)	3.464 (0.06)	5.161 (0.02)	2.829 (0.10)	3.079 (0.08)	<b>-2.502</b> <b>(0.02)</b>
FL6		0.012 (0.98)	--	0.173 (0.84)	0.622 (0.55)	0.046 (0.95)	0.082 (0.92)	0.267 (0.77)	
Kredi		0.371 (0.69)	0.706 (0.51)	--	0.479 (0.63)	0.502 (0.61)	0.609 (0.56)	0.464 (0.64)	
Enf		0.595 (0.56)	0.630 (0.55)	1.237 (0.32)	--	0.730 (0.50)	1.436 (0.27)	0.630 (0.55)	
KK		0.068 (0.93)	0.288 (0.75)	0.947 (0.41)	0.086 (0.91)	--	2.522 (0.12)	0.254 (0.77)	
Açıklık		0.142 (0.86)	1.581 (0.24)	0.391 (0.68)	0.136 (0.87)	0.756 (0.49)	--	0.019 (0.98)	
Eğitim		1.399 (0.28)	0.959 (0.41)	6.558 (0.01)	6.681 (0.01)	10.98 (0.00)	2.220 (0.15)	--	
		Trendli Model							
Y	X	Büyüme	FL6	Kredi	Enf	KK	Açıklık	Eğitim	ECM(t-1)
Büyüme		--	1.146 (0.35)	4.501 (0.03)	2.341 (0.14)	3.413 (0.07)	2.767 (0.10)	1.738 (0.22)	<b>-1.866</b> <b>(0.08)</b>
FL6		0.007 (0.99)	--	0.227 (0.80)	0.688 (0.52)	0.019 (0.98)	0.082 (0.92)	0.224 (0.80)	
Kredi		0.085 (0.91)	0.549 (0.59)	--	0.433 (0.65)	0.210 (0.81)	0.508 (0.61)	0.143 (0.86)	
Enf		0.435 (0.65)	0.270 (0.76)	0.671 (0.53)	--	0.567 (0.58)	1.429 (0.28)	0.369 (0.69)	
KK		0.070 (0.93)	0.272 (0.76)	0.768 (0.48)	0.082 (0.92)	--	2.505 (0.12)	0.250 (0.78)	
Açıklık		0.329 (0.72)	1.567 (0.25)	0.769 (0.48)	0.149 (0.86)	0.651 (0.54)	--	0.119 (0.88)	
Eğitim		1.850 (0.20)	1.392 (0.28)	6.929 (0.01)	6.916 (0.01)	14.76 (0.00)	1.987 (0.18)	--	
<b>Not:</b> Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.									

Tablo 22’de bulunan Model 6 Granger nedensellik analizi sonuçlarına dayanarak sabitli modelde %1 düzeyinde, trendli modelde ise %10 önem düzeyinde uzun dönem nedensellik hipotezinin geçerli olduğu yorumu yapılabilir. Trendli modelde kısa dönemli nedensellik ilişkilerine bakıldığında ise kurumsal kalite ve ticari açıklıktan büyüme oranlarına doğru %10, finansal derinleşmeden büyümeye doğru ise %5 anlamlılık seviyesinde nedensellik ilişkilerinin mevcut olduğu görülmektedir. Sabitli modelde kısa dönem nedensellik ilişkileri ise trendli modeller ile benzer bulgular vermekte ve kurumsal kalite ve ticari açıklığın %10, finansal derinleşmenin ise %5 önem seviyesinde ekonomik büyümenin nedeni olduğuna işaret etmektedir.

## SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Neo-klasik iktisadi kuramın bir uzantısı olarak Tobin'in parasal büyüme modelinde para ve sermaye arasında tam ikame olduğu görüşünden hareketle, sermayenin getirisindeki yükselişin hanehalkının portföylerini paradan fiziki sermayeye kaydıran gelişmeleri beraberinde getireceği ve sermaye-emek oranının sermaye lehine değişmesi sonucu ekonomik büyüme oranlarının yükseleceği öngörülmektedir. Ayrıca keynesyen iktisadi düşüncenin etkisiyle yatırım ve faiz oranları arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığının kabulü, düşük seviyede tutulan faiz oranlarının yatırımlar üzerinde artışa yol açarak ekonomik büyümeyi destekleyen sonuçlar vereceğine işaret etmekteydi. Bu hedefleri gerçekleştirmek ise paranın getirisi olan faiz oranının düşük seviyede tutulmasını sağlayan faiz oranı tavanı gibi finansal piyasaları baskı altında tutan bazı politika araçlarının uygulanmasını gerekli kılmaktaydı.

Ancak 1970'li yıllarla birlikte neo-klasiklerin bu öngörüsü, sermayenin getirisindeki artışın reel para stokunda tutulmak istenen para miktarını artıracak düşüncesiyle tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu iddia eden McKinnon(1973) tarafından eleştiriye maruz kalmıştır. Benzer doğrultuda Shaw(1973) da pozitif faiz oranlarının tasarrufların bankacılık kesimine aktarımı için zorunlu olduğunu belirterek finansal sisteme aktarılan kaynakların kredi arzında genişleyici etki yaratacağından ve çıktı hacmini yükselteceğinden bahsetmiştir. Bu çalışmalarda ortak olarak finansal baskı uygulamalarının tasarrufların nicelik ve niteliğinde düşüş yaratan ve ekonomik büyüme oranlarını olumsuz yönde etkileyen sonuçlar verdiği gerekçesiyle terk edilmesi ve finansal liberalizasyon uygulamalarına geçiş yapılması gereğinin altı çizilmiştir. Teorik altyapısını birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarıyla McKinnon(1973) ve Shaw(1973)'a borçlu olan finansal liberalizasyon hipotezi temel olarak, pozitif reel faiz oranları aracılığıyla tasarrufların teşvik edilmesi ve büyüme oranlarına destek sağlanması argümanı üzerine inşa edilmiştir.

Bu çalışmalarda olumlu etkilerinden dolayı uygulanması tavsiye edilen finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirilmesini destekleyen bazı gelişmeler de yaşanmıştır. Özellikle 1980'li yıllarla birlikte gelişmiş ve gelişmekte

olan ülkelerde yaygınlaşan liberalleşme dalgaları, bilgi ve iletişim sektörlerinde görülen gelişmeler ve teknolojik yeniliklerin de yardımıyla sermayenin serbestçe hareket etmesine imkân tanınmış ve finansal işlemlerde kullanılacak finansal enstrümanların sayısındaki artış da yabancı yatırımcılara risk çeşitlendirmesi yapma fırsatı sunarak finansal liberalleşme hareketlerinin ivme kazanmasına yardımcı olmuştur. Finansal liberalizasyon uygulamaları iç ve dış olmak üzere iki boyutta değerlendirildiğinde iç finansal liberalizasyonun daha çok ulusal finans sisteminde nominal faiz oranlarının piyasa koşullarında belirlenmesine izin verilmesi gibi fiyat kısıtlamalarının, kredi dağıtımına ilişkin miktar kontrollerinin ve finansal sisteme girişin önündeki engellerin kaldırılması ve/veya azaltılması uygulamalarını kapsadığı görülmektedir. Kapsamı daha geniş olan dış finansal liberalizasyonda ise yabancıların ulusal finans sisteminde varlık edinimi kadar yerleşiklerin de uluslararası finans piyasalarında faaliyette bulunmalarına müsaade edilmekte ve döviz üzerinden ticaret yapmanın önündeki tüm engeller kaldırılmaktadır. Bu uygulamalar ile elde edilmesi beklenen temel kazanımlar, tasarruf hacmindeki genişlemeyle beraber kaynakların en optimal yatırım projelerinde değerlendirilmesi sonucu ekonomik etkinliğin sağlanarak ekonomik büyümenin istikrarlı bir yapıya kavuşmasını temin etmektedir.

Dış finansal liberalizasyonla birlikte yabancı bankaların ulusal finans sistemine girişini kolaylaştıran uygulamalar, yabancı finans kurumlarıyla birlikte uluslararası finansal standartların ve teknolojinin de ülkeye girişini sağlayacak ve ekonomik gelişmişliğe hizmet etmiş olacaktır. Uluslararası piyasalarda portföylerini çeşitlendirme ve riskini çeşitli yatırım araçları arasında dağıtma imkanı yakalayan yatırımcılar aynı zamanda tüketim ve gelir dalgalanmalarını asgari düzeye indirgeyebilecek ve toplam varlıklarında meydana gelebilecek ani değer kayıplarına karşı bir önlem mekanizması geliştirebileceklerdir.

Devletin faiz oranlarını belirlemek için piyasaya müdahalede bulunmadığı koşullarda ekonomik etkinlik ve istikrarlı büyüme hedefleri doğrultusunda gelişmeler yaşanacağını belirten bu hipotezin öngörülleri, 1980'li yıllarla birlikte gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları bazı finansal kriz tecrübeleriyle gölgelenmiş ve finansal

liberalizasyon uygulamaları çoğu ülkede finansal istikrarsızlık ve krizlerin temel sebebi olarak algılanmıştır. Bu doğrultuda faiz oranlarındaki yükselişin tasarruf, yatırım hacmi ve büyüme oranları üzerinde negatif etkiler ortaya koyacağı gerekçesiyle finansal liberalizasyon hipotezi neo-yapısalcılar ve post-keynesyenler tarafından yoğun şekilde eleştirilmiştir.

Neo-yapısalcılar finansal liberalizasyon hipotezine yönelttikleri eleştirilerde, kaynakların organize olmamış finansal piyasalardan bankacılık kesimine aktarılmasını, resmi bankacılık sektörünün zorunlu karşılıklara tabi olması nedeniyle kredi arzını azaltan bir gelişme olarak görmüşler ve finansal liberalizasyondan beklenen pozitif etkilerin ortaya çıkmayacağını altını çizmişlerdir. Tasarruf sahibi ve yatırımcı arasında aracı işlevi gören ve resmi bankacılık sektörü dışında faaliyette bulunan organize olmayan piyasalar, resmi bankacılık sektörünün tabi olduğu zorunlu karşılık kesintisi ayırmak zorunda olmadıkları için Taylor(1983) tarafından daha esnek ve rekabetçi finansal yapılar olarak görülmüştür. Bir diğer yapısalcı görüş mensubu van Wijnbergen ise sermayeye dönüşümü yüksek verimli yatırımların ekonomide vadeli mevduatlardan daha önemli bir işlevi olduğunu belirterek finansal liberalizasyon teorisyenlerince bankacılık kesimindeki gelişmenin finansal derinleşme ve ekonomik büyüme üzerinde iddia edilen genişleyici etkilerinin ortaya çıkmayacağını belirtmektedir.

Post-keynesyen görüş tarafından finansal liberalizasyon hipotezine yönelttilen eleştirilerde ise ekonomik büyümenin belirleyicilerinden biri olan efektif talep üzerinde durulmuş ve tasarrufların faiz oranından ziyade gelir düzeyinin bir fonksiyonu olduğu kabul edilmiştir. Tasarruflardaki artışın yatırım ve büyüme hacminde genişleme anlamı taşımayacağını belirten post-keynesyenler, yatırımların bireysel tasarruflar dışında bankalar tarafından sağlanan krediler ile de finanse edilebileceği ve faiz oranlarındaki artışın yatırım kararı üzerinde olumsuz etkiler yaratarak efektif talebi düşüreceğinden bahsetmektedirler. Ayrıca finansal piyasalarda bilgi asimetrisinin, dışsallıkların ve piyasa başarısızlıklarının varlığı, finansal sistemde istikrarsızlık ve kırılganlığa yol açacak unsurlar olarak görülmektedir.

Finansal liberalizasyon hipotezine Stiglitz ve Weiss(1981) ile Stiglitz(1994) tarafından yöneltilen mikro ekonomi eksenli eleştirilerde ise finansal piyasalarda karşılaşılan bilgi asimetrisi ve tersine seçim gibi sorunlarla baş edebilmek için piyasaya müdahalenin şart olduğunun altı çizilmekte ve bu müdahalelerin sermaye maliyetini düşürerek kaynak dağılımında etkinliği sağlayacak sonuçları beraberinde getireceği belirtilmektedir. Stiglitz ve Weiss(1981), piyasalara müdahaleyi haklı kılacak bir tutumla, devleti disipline edici ve objektif niteliklere sahip bir yapı olarak görmesine rağmen Fry(1997), piyasa başarısızlıklarıyla mücadele için müdahalelerin olumlu sonuçları olmakla birlikte böylesi sorunların olmadığı bir piyasaya müdahalenin ise olumsuz etkilerinin daha ağır basacağından bahsetmektedir.

Türkiye ekonomisinin finansal liberalizasyon tecrübesinin ekonomik büyüme oranı üzerinde nasıl bir etki yarattığının farklı ekonometrik yöntem ve dönemler üzerinden analiz edildiği bu çalışmada, etkileşimin yönünü tayin edebilmek için altı farklı model tahmin edilmiştir. Her bir modelde kontrol değişkenleri olarak kullanılan kurumsal kalite, özel sektöre verilen kredi hacmi, eğitim düzeyi, ticari açıklık gibi değişkenler sabit tutularak sadece finansal liberalizasyon göstergelerinin farklılaştırılması sonucu finansal liberalizasyonun büyüme oranları üzerindeki etkisi araştırılmaya çalışılmıştır. Üç finansal liberalizasyon göstergesinin yıllık, diğerlerinin çeyrek dönemlik verilerden oluşması nedeniyle çalışma, yıllık ve çeyrek dönemli olarak iki farklı dönem çerçevesinde ekonometrik uygulamaya tabi tutulmuştur. Literatürde konuyla ilgili çalışmalar finansal liberalizasyon göstergelerinin oluşturulması için *de facto* ve *de jure* ölçütlerden bahsetmişler ve her birinin diğerine üstün olduğu yönlerini belirtmişlerdir. Bu çalışmada da her iki ölçütten yararlanılarak çeyrek dönemli analizlerde kullanılacak değişkenlerin *de facto* değişkenler olmasına dikkat edilmiş ve Kraay(1998), Edison vd.(2002), Lane ve Milesi-Ferretti(2006) çalışmalarındaki metodoloji takip edilerek finansal liberalizasyonu temsil etmesi amacıyla finansal sermaye akımı, finansal sermaye stoku ve finansal sermaye girişi değişkenleri modellenmelerde kullanılmışlardır. Yıllık serilerle kurulacak olan modellerde ise daha çok Türkiye ekonomisinin yabancı piyasalarla finansal bütünleşme düzeyinin belirlenmesi amacıyla Bandiera vd.(2002), Beck vd.(2000, 2010), Bekaert(1995) Bekaert vd.(2010), Chinn ve Ito(2009), Edison ve

Warnock(2003) tarafından hesaplanan *de facto* ölçütlerden yararlanılmıştır. Bu çalışmanın bir zaman serisi niteliği taşımasından dolayı değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin belirlenmesinde sınır testi ve ARDL yaklaşımı dışında FMOLS tekniğiyle de kısa ve uzun dönem katsayıları elde edilmiş ve değişkenler arası olası nedensellik ilişkilerinin tayinin de ise Granger nedensellik testinden faydalanılmıştır.

Çalışmanın ekonometrik uygulama bölümünde ilk olarak çeyrek dönemli serilere daha sonra ise yıllık serilere ait ekonometrik analiz sonuçlarına yer verilmiştir. Bu doğrultuda öncelikle değişkenlerde olası bir yapısal kırılmanın varlığı önemsenmeden ADF, PP ve KPSS birim kök testleri uygulanmış ve ardından yapısal kırılmanın dikkate alındığı Zivot-Andrews birim kök testi yardımıyla serilerin durağanlık sınaması yapılmıştır. Serilerin karma durağanlık düzeylerine sahip olması dolayısıyla değişkenler arası uzun dönem seviye ilişkilerinin belirlenmesi için farklı düzeylerde durağanlık gösteren serilerde uygulanabilirliğe imkan tanıyan sınır testi ve ARDL yaklaşımları ile kısa ve uzun dönem katsayı tahminlerine ulaşılmıştır. Ayrıca elde edilen uzun dönem katsayıların doğruluğu FMOLS tekniği yardımıyla da sınanmış ve ARDL yöntemiyle benzer bulgulara işaret ettiği gözlemlenmiştir.

Elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde çeyrek dönemlik ve yıllık verilerle tahmin edilen modellerin finansal liberalizasyon ve büyüme etkileşimi üzerine birbirlerinden farklı sonuçlara işaret ettikleri görülmüştür. Bu bulgu, finansal liberalizasyon ve büyüme oranı arasındaki etkileşimi konu edinen Alesina vd.(1994), Arteta(2003), Bekaert vd.(2005), Edison vd.(2002, 2004), Edwards(2001), Grilli ve Milesi-Ferretti(1995), Klein ve Olivei(2005, 2008), Klein(2007), Prasad vd.(2003, 2004) Rodrik(1998) gibi birkaçına örnek verebileceğimiz çalışmaları destekler niteliktedir. Arestis ve Caner(2005), sonucun bu şekilde kesin bir yargıya işaret etmemesinin nedenini liberalizasyonu ölçmekte kullanılan değişkenlerin farklılığına ve analiz yapılan dönemlerin birbirleriyle örtüşmemesine bağlarken Prasad vd.(2003) ise bu farklılığın soft faktörler olarak tanımlanan ve büyüme oranı üzerinde dolaylı etki yaratan kurumsal kalite gibi değişkenlerin standart regresyon analizlerinde kolayca ölçülememesinden kaynaklanacağını belirtmektedir.

Ancak elde edilen bulguların birbirlerini desteklediği bazı değişkenler de mevcuttur. Örneğin bir ülkenin mal piyasalarının dış dünya ile entegrasyon düzeyinin bir ölçütü olan ticari açıklık, tahmin edilen tüm modellerde büyüme oranını pozitif yönde etkileyen sonuçlar vermektedir. Ayrıca beşeri sermayeyi temsil etmesi amacıyla ortalama ortaöğrenim eğitim süresi olarak ölçümü yapılan eğitim düzeyi değişkeni de tüm modellerde büyüme oranı ile pozitif yönde etkileşim içindedir. Teorik açıklamalarda finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde pozitif etki yaratacağı önemli bir aracı faktör olarak bahsedilen kurumsal kalite değişkeni de beklenildiği üzere büyüme oranı üzerinde genişleyici bir etkiye sahiptir. Kurumsal kalite ve büyüme arasındaki bu pozitif etkileşim, Klein(2007)'in finansal bütünleşmenin büyüme üzerindeki pozitif etkisinin kurumsal kalite düzeyinin orta seviyede olduğu ülkelerde ortaya çıkacağı bulgusu ile birlikte değerlendirildiğinde, Türkiye ekonomisinde hukuka duyulan güven, bürokratik kalite ve yolsuzluk kriterleri ile temsil edilen kurumsal kalitenin gelişmiş ülkeler seviyesinin gerisinde kaldığının bir işaretidir. Ayrıca Edwards(2001)'in da ifade ettiği gibi finansal liberalizasyonun olumlu etkilerinin daha çok ekonomik koşulların iyi olduğu ülkelerde gözlenmesi de, Türkiye ekonomisindeki ekonomik koşulların 1989 yılı sonrasında 1980 sonrasına kıyasla ortalama olarak daha iyi olduğunu göstermektedir.

Ekonomik bulguların aynı sonuca işaret ettiği bir diğer etkileşim ise özel sektöre verilen kredilerin GSYİH içindeki payı ile ekonomik büyüme oranı arasında ortaya çıkmaktadır. Finansal gelişmişliği temsil etmesi amacıyla modellerde kullanılan bu değişkenin büyüme oranı üzerindeki etkisinin yıllık ve çeyrek dönemlik analizlerin her ikisinde de negatif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Apak ve Uçak(2007), Demir vd.(2007) ve Özatay ve Sak(2002) çalışmalarının da eriştiği bu bulgu, özel sektöre verilen kredilerin büyüme potansiyeline katkı sağlamaktan ziyade etkisiz bir şekilde kullanıldığına işaret etmektedir. Bankalar tarafından verilen kredilerin kullanım alanları incelendiğinde bu kaynakların büyük çoğunluğunun üretim kapasitesini artırıcı yatırımlardan ziyade mevcut üretim yapısının yenilenmesi amacıyla kullanıldığını göstermektedir. Kredilerin sektörel kullanımları ise bu kaynakların başka malların üretimine girdi sağlayan ara malları endüstrisinden ziyade tüketim mallarına yönelik endüstrilerde kullanıldığına işaret etmektedir.

Ayrıca devletin açık piyasa işlemleri ve kamu borçlanması gibi yöntemlerle finansal sistemden sürekli kaynak talep etmesi de bankacılık sektörünün etkin bir yapıya sahip olmasına mani olmuş ve bankaların özel sektörü finanse etmede istekli davranmamaları sonucunu beraberinde getirmiştir.

Türkiye ekonomisinin liberalizasyon geçmişine baktığımızda, finansal liberalizasyona yönelik atılan ilk adımların 1980 yılı sonrasında faiz oranı kontrollerinin serbestleştirilmesi, 70 sayılı karar ile bankacılık sektörüne girişi kolaylaştıracak bazı kararların alınması ve bu kararların 1985 yılında Bankalar Kanunu olarak yasalaşması ile atıldığı görülmektedir. İç finansal liberalizasyon boyutunda yaşanan bu gelişmelere ilave olarak uluslararası finans piyasalarının bütünleşmesi için 1989 yılında 32 sayılı karar ile dış finansal liberalizasyona geçiş yapılmıştır. Bu kısa geçmiş incelendiğinde iç finansal liberalizasyonla faiz oranı tavanlarının kaldırılması, hamiline yazılı mevduat sertifikalarının çıkarılması ve bireysel tasarrufların toplamasını amaçlayan resmi bankacılık sektörü dışında bankerlerin de ortaya çıkmasına sebep olmuş ve bankalar ile bankerler arasında başlayan faiz yükseltme yarışının ekonomik istikrarı bozucu etkileri hissedilmeye başlanmıştır. Ayrıca yükselen faiz oranları dış finansal liberalizasyon sonucu yabancı sermayenin ülkeye girişini beraberinde getirerek ulusal paranın değer kazanmasına ve ithalatın ucuzlayarak ihracatın pahalılaşmasıyla dış ticaret açığında genişlemeye yol açmış ve bu gelişmeler çoğu zaman ulusal paranın devalüe edilmesini gerekli kılmıştır.

Finansal liberalizasyonun başarıya ulaşması için önemli bir diğer konu ise liberalizasyonun optimal bir sıralama izlenerek hayata geçirilmesidir. Türkiye ekonomisindeki uygulamalara baktığımızda mali disiplin sağlanmadan ve yüksek enflasyon sorununun ciddi boyutlarda olduğu bir durumda dış finansal liberalizasyona geçiş yapılması da beklenen olumlu sonuçların ortaya çıkmasına mani olmuştur. Ancak yaşanan 2001 ekonomik krizi sonrası bankacılık sektörünü güçlendirmeyi ve yeniden yapılandırmayı amaç edinerek ekonomiyi dış şoklara karşı daha güçlü kılmayı hedefleyen bir dizi reformun yapıldığı dikkate alındığında, Türkiye ekonomisinin diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla küresel krizin

etkilerinden daha az darbe almasının nedeninin bu reformlarının başarılı ulaşması ve eskiye kıyasla daha sağlam bir ekonomik yapının varlığı gösterilebilir. Bu bağlamda bankalar kanununun yeniden yapılandırılması ve Avrupa Birliği'ne uyum yasaları çerçevesinde finansal sistemin sermaye yapısının güçlendirilmesi ve aktif kalitesinin sağlanmasına yönelik gelişmelerin Türkiye ekonomisinde büyüme performansına ve ekonomik istikrara katkı yaptığı söylenebilir.

### KAYNAKÇA

- Acaravcı, Ali, Öztürk, İlhan ve Acaravcı, Songül K.(2007). Finance-growth nexus: evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, 30-40.
- Acemoğlu, Daron, Johnson, Simon ve Robinson, James(2004). Institutions, volatility, and crises. (Editör: Takatoshi Ito ve Andrew R. Rose). *Growth and Productivity in East Asia. NBER East Asia Seminar on Economics (EASE)*, Vol. 13. Chicago: University of Chicago Press, 71-108.
- Acemoglu, Daron ve Zilibotti, Fabrizio(1997). Was prometheus unbound by chance? risk, diversification and growth. *The Journal of Political Economy*, 105(4), 709-751.
- Agenor, Pierre-Richard(2003). Benefits and costs of international financial integration: theory and facts. *The World Economy*, 26(8), 1089-1118.
- Agenor, Pierre-Richard ve Montiel, Peter K.(2008). *Development Macroeconomics*. Princeton: Princeton University Press.
- Ağır, Hüseyin(2010). *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*. Ankara: BDDK Kitapları, Yayın No. 8.
- Aktan, Coşkun, Utkulu, Utku ve Togay, Selehattin(1998). *Nasıl Bir Para Sistemi*. İstanbul: İMKB Yayını.
- Akyüz, Yılmaz(1993). On financial openness in developing countries. *International Monetary and Financial. Issues for the 1990s*. Research Papers for the Group of Twenty-Four, vol. 4. New York: United Nations.
- Akyüz, Yılmaz(2000). Taming international finance. (Editör: Jonathan Michie, John Grieve Smith). *Managing the Global Economy*. Oxford: Oxford University Press, 55-90
- Albuquerque, Rui(2003). The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment. *Journal of International Economics*, 1(2), 353-383.
- Alesina, Alberto, Grilli, Vittorio ve Milesi-Ferretti, Gian Maria(1994). The political economy of capital controls. (Editör: Leonardo Leiderman ve Assaf Razin). *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*. Cambridge: Cambridge University Press, 289-328.
- Alfaro, Laura, Areendam, Chanda, Kalemli-Ozcan, Sebnem ve Sayek, Selin(2004). FDI and economic growth: the role of local financial markets. *Journal of International Economics*, 64(1), 89-112.

- Alfaro, Laura, Kalemli-Özcan, Şebnem ve Volosovych, Vadym(2006). *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation*. Working Paper Series: Harvard University Weatherhead Center for International Affairs. Paper No. 06-04, Cambridge.
- Alfaro, Laura, Kalemli-Özcan, Şebnem ve Volosovych, Vadym(2007). Capital flows in a globalized world: the role of policies and institutions. (Editör: Sebastian Edwards). *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*. Chicago: University of Chicago Press, 19-71.
- Alfaro, Laura, Kalemli-Özcan, Şebnem ve Volosovych, Vadym(2008). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? an empirical investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347-368.
- Allen, Franklin ve Gale, Douglas(1996). *Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing*. The Wharton Financial Institutions Center. <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/96/9633.pdf> , Erişim Tarihi: 02.02.2010.
- Altıntaş, Halil ve Ayrıçay, Yücel(2009). Türkiye'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin sınır testi yaklaşımıyla analizi: 1987-2007. *10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu*, 27-29 Mayıs 2009.
- Amadeo, Edward J. ve Dutt, Amitava(1991). *A Post Keynesian Theory of Growth, Interest and Money*. Discussion Paper: Department of Economics PUC-Rio. Yayın No. 264.
- Andersen, Thomas B. ve Tarp, Finn(2003). Financial liberalization, financial development and economic growth in LDC's. *Journal of International Development*, 15(2), 189-209.
- Ang, James B.(2009). Private investment and financial sector policies in India and Malaysia. *World Development*, 39(7), 1261-1273.
- Ang, James B. ve McKibbin, Warwick J.(2005). *Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia*. Working Papers in International Economics: Lowy Institute for International Policy. Yayın No. 3.05.
- Apak, Sadi ve Uçak, Ayhan(2007). Ekonomik büyümenin anlamlılığı ve gelişmişlik: Türkiye ekonomisi üzerine bir inceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 34, 57-65.
- Archibugi, Daniele ve Piotrobelli, Carlo(2003). The globalization of technology and its implications for developing countries. windows of opportunity or further burden?. *Technological Forecasting and Social Change*, 70, 861-883.
- Arestis, Philip ve Caner, Asena(2004). *Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence*. Working Paper: The Levy Economics Institute. Yayın No. 411.

- Arestis, Philip, Demetriades, Panicos ve Fattouh, Bassam(2003). Financial policies and the aggregate productivity of the capital stock: evidence from developed and developing economies. *Eastern Economic Journal*, 29(2), 217-242.
- Arestis, Philip, Luintel, Ambika D. ve Luintel, Kul B.(2004). *Does Financial Structure Matter?*. Working Paper: The Levy Economics Institute. Yayın No. 399, NewYork.
- Arestis, Philip ve Caner, Asena(2005). Financial liberalization and poverty: channels of influence. (Editör: Phillip Arestis ve Malcolm Sawyer). *Financial Liberalization: Beyond Orthodox Concerns*. England: Palgrave Macmillan, 90-128.
- Arestis, Philip ve Sawyer, Malcolm(2005). Financial liberalization and the finance-growth nexus: what have we learned?. (Editör: Philip Arestis ve Malcolm Sawyer). *Financial Liberalization: Beyond Orthodox Concerns*. Palgrave Macmillan, 1-42.
- Arestis, Philip ve Demetriades, Panicos(1997). Financial development and economic growth: assessing the evidence. *The Economic Journal*, 107(442), 783-799.
- Arestis, Philip ve Demetriades, Panicos(1999). Financial liberalization: the experience of developing countries. *Eastern Economic Journal*, 25(4), 441-457.
- Artan, Seyfettin(2007). Finansal kalkınmanın büyümeye etkileri: literatür ve uygulama. *İktisat, İşletme ve Finans*, 22(252), 70-89.
- Arteta, Carlos, Eichengreen, Barry ve Wyplosz, Charles(2001). *When Does Capital Account Liberalization Help More Than it Hurts?*. Working Paper: NBER Working Paper Series. Yayın No. 8414.
- Artis, Michael J. ve Hoffmann, Mathias (2006). *Declining Home Bias and the Increase in International Risk Sharing: Lessons from European Integration*. Discussion Papers: Centre for Economic Policy Research. Yayın No. 6617.
- Atje, Raymond ve Jovanovic, Boyan(1993). Stock markets and development. *European Economic Review*, 37(2/3), 632-640.
- Auerbach, Paul ve Siddiki, Jalal U.(2004). Financial liberalization and economic development: an assesment. *Journal of Economic Surveys*, 18(3), 231-265.
- Bacchetta, Philippe(1992). Liberalisation of capital movements and of the domestic financial system. *Economica*, 59, 465-474.
- Backus, David K., Kehoe, Patrick J. ve Kydland, Finn E.(1992). International real business cycles. *The Journal of Political Economy*, 100(4), 745-775.
- Bagehot, Walter(1873). *Lombard Street, a Description of the Money Market*. London: Henry S. King and Co.

- Bailliu, Jeannine N.(2000). *Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries*. Working Paper: Bank of Canada. Yayın No. 2000-15.
- Balasubramanyam, V.N., Salisu, Mohammed ve Sapsford, David(1996). Foreign direct investment and growth in EP and IS countries. *Economic Journal*, 106(434), 92-105.
- Balkan, Erol ve Yeldan, Erinç(2002). Peripheral development under financial liberalization: the Turkish experience. (Editör: Neşecan Balkan ve Sungur Savran). *The Ravages of Neo-Liberalism: Economy, Society and Gender in Turkey*. New York: Nova Science Publication, 39-54.
- Bandiera, Oriana, Caprio, Gerard, Honohan, Patrick ve Schiantarelli, Fabio(1998). *Does Financial Reform Raise or Reduce Savings?*. Working Papers: Boston College Economics Department. Yayın No. 212.
- Bandiera, Oriana, Caprio, Gerard, Honohan, Patrick ve Schiantarelli, Fabio(2000). Does financial reform raise or reduce saving?. *The Review of Economics and Statistics*, 82(2), 239-263.
- Barro, Robert J., Mankiw, N. Gregory ve Sala-i Martin, Xavier(1995). Capital mobility in neoclassical models of growth. *The American Economic Review*, 85(1), 103-115.
- Bartolini, Leonardo ve Drazen, Allan(1997). Capital-account liberalization as a signal, *American Economic Review*, 87(1), 138-154.
- Bayoumi, Tamim(1993). Financial deregulation and household saving. *Economic Journal*, 102(421), 1432-1443.
- Beck, Thorsten ve Levine, Ross(2004). Stock markets, banks, and growth: panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28(3), 423-442.
- Beck, Thorsten, Demirguc-Kunt, Asli ve Levine, Ross(2000). A new database on financial development and structure. *World Bank Economic Review*, 14(4), 597-605.
- Bekaert, Geert(1995). Market integration and investment barriers in emerging equity markets. *World Bank Economic Review*, 9(1), 75-107.
- Bekaert, Geert ve Harvey, Campbell R.(2000a). Foreign speculators and emerging equity markets. *The Journal of Finance*, 55(2), 565-614.
- Bekaert, Geert ve Harvey, Campbell R.(2000b). Capital flows and the behavior of emerging market equity returns. (Editör: Sebastian Edwards). *Capital Inflows to Emerging Markets*. Chicago: NBER and University of Chicago Press, 159-194.

- Bekaert, Geert ve Harvey, Campbell R.(2005). Chronology of important financial, economic and political events in emerging markets. <http://www.duke.edu/~charvey/chronology.htm>.
- Bekaert, Geert, Harvey, Campbell R. ve Lundblad, Christian(2001). Emerging equity markets and economic development. *Journal of Development Economics*, 66, 465-504.
- Bekaert, Geert, Harvey, Campbell R. ve Lundblad, Christian(2005). Does financial liberalization spur growth?. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3-55.
- Bekaert, Geert, Harvey, Campbell R. ve Lundblad, Christian (2006). Growth volatility and financial liberalization. *Journal of International Money and Finance*, 25(3), 370-403.
- Bekaert, Geert, Harvey, Campbell R. ve Lundblad, Christian (2010). Financial openness and productivity. *World Development*, 39(1), 1-19.
- Bencivenga, Valerie R. ve Smith, Bruce D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, 58(2), 195-209.
- Bencivenga, Valerie R. ve Smith, Bruce D. (1992). Deficits, inflation, and the banking system in developing countries: the optimal degree of financial repression. *Oxford Economic Papers, New Series*, 44(4), 767-790.
- Bencivenga, Valerie R. ve Smith, Bruce D. (1993). Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17(1-2), 97-122.
- Benhabib, Jess ve Spiegel, Mark(1992). *The Role of Human Capital in Economic Development: Evidence from Aggregate Cross-Country and Regional US Data*. Economic Research Reports: NewYork University, Yayın No. RR92-46.
- Benhabib, Jess ve Spiegel, Mark(1994). The role of human capital in economic development. *Journal of Monetary Economics*, 34(2), 143-173.
- Berthelemy, Jean Claude ve Vourakis, Aristomene(1996). Models of financial development and growth: a survey of the recent literature. (Editör: Niels Hermes ve Robert Lensink). *Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries*. London and New York: Routledge, 7-34.
- Blanchard, Olivier J. ve Fischer, Stanley(1989). *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge: MIT Press.
- Blomström, Magnus ve Kokko, Ari(1997). *How Foreign Investment Affects Host Countries*. Working Paper: Copy of World Bank Policy Research, Yayın No. 1745.

- Blomström, Magnus, Lipsey, Robert E. ve Zejan, Mario(1992). *What Explains Developing Country Growth?*, Working Papers: NBER Working Papers, Yayın No. 4132.
- Blonigen, Bruce A. ve Wang, Miao Grace(2005). Inappropriate pooling of wealthy and poor countries in empirical FDI studies. (Editör: Theodore H. Moran, Edward M. Graham ve Magnus Blomström). *Does Foreign Investment Promote Development?*. Washington: Institute for International Economics, 221-244.
- Bonfiglioli, Alessandra(2008). Financial integration, productivity and capital accumulation. *Journal of International Economics*, 76(2), 337-355.
- Bonfiglioli, Alessandra ve Mendicino, Caterina(2005). *Financial Liberalization, Bank Crises and Growth: Assessing the Links*. Departmental Working Papers of Economics: University Roma Tre, Yayın No. 0044.
- Boot, Arnoud W.A. ve Thakor, Anjan V.(1997). Financial system architecture. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 693-733.
- Borensztein, Eduardo, Gregorio, Jose De ve Lee, Jong-Wha(1998). How does foreign direct investment affect economic growth?. *Journal of International Economics*, 45(1), 115-135.
- Boskin, Michael J.(1978). Taxation, saving and the rate of interest. *The Journal of Political Economy*, 86(2), 3-27.
- Bosworth, Barry P., Collins, Susan M. ve Reinhart, Carmen M. (1999). Capital flows to developing economies: implications for saving and investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999(1), 143-180.
- Boyd, John H. ve Prescott, Edward C.(1985). *Financial Intermediary-Coalitions*. Department Staff Report: Reserve Bank of Minneapolis, Yayın No. 87.
- Boyd, John H. ve Prescott, Edward C.(1986). Financial intermediary-coalitions. *Journal of Economic Theory*, 38(2), 211-232.
- Brock, Philip L.(1989). Reserve requirements and the inflation tax. *Journal of Money, Credit and Banking*, 21(1), 106-121.
- Buch, Claudia, Döpke, Jörg ve Pierdzioch, Christian(2002). *Financial Openness and Business Cycle Volatility*. Working Paper: Kiel Institute for World Economics, Yayın No. 1121.
- Buiter, Willem ve Taci, Anita(2003). Capital account liberalization and financial sector development in transition countries. (Editör: Age Bakker ve Bryan Chapple). *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*. Edward Ekgar Publishing, 105-139.

- Buffie, Edwards F.(1984). Financial repression, the new structuralists and stabilization policy in semi-industrialized economics. *Journal of Development Economics*, 14(3), 305-322.
- Burkett, Paul ve Dutt, Amitava(1991). Interest rate policy, effective demand, and growth in LDCs. *International Review of Applied Economics*, 5(2), 127-153.
- Bussiere, Matthieu ve Fratzscher, Marcel(2008). Financial openness and growth: short-run gain, long-run pain?. *Review of International Economics*, 16(1), 69-95.
- Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo ve Reinhart, Carmen M.(1996). Inflows of capital to developing countries in the 1990's. *The Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123-139.
- Calvo, Guillermo(1998a). Varieties of Capital Market Crises. (Editör: Guillermo Calvo ve M. King). *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*. Proceedings of the International Economic Association. Deutsche Bundesbank, London: Macmillan.
- Capasso, Salvatore(2008). Stock market development and economic growth. (Editör: George Mavratos). *Domestic Resource Mobilization and Financial Development*. New York: Palgrave Macmillan, 10-38.
- Caprio, Gerard ve Hanson, James A.(1999). *The Case for Liberalization and Some Drawbacks*. World Bank: World Bank Workshop, 18-19 March 1999.
- Caprio, Gerard ve Honohan, Patrick(2001). *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*. Washington ve New York: World Bank ve Oxford University Press.
- Carkovic, Maria ve Levine, Ross(2005). Does foreign capital investment accelerate economic growth?. (Editör: Theodore Moran, Edward Graham ve Magnus Blomström). *Does Foreign Direct Investment Promote Development?*. Massachusetts: Center for Global Development, 195-220.
- Chanda, Areendam(2005). The influence of capital controls on long run growth: where and how much?. *Journal of Development Economics*, 77(2), 441-466.
- Chinn, Menzie D. ve Ito, Hiro(2002). *Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence*. Working Paper: NBER Working Paper Series, Yayın No. 8967.
- Chinn, Menzie D. ve Ito, Hiro(2006). What matters for financial development? capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192.

- Chinn, Menzie D. ve Ito, Hiro(2008). A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309-322.
- Cho, Yoon Je(1986). Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 18(2), 191-199.
- Cho, Yoon Je(1990). McKinnon-Shaw versus the neostructuralist on financial liberalization: a conceptual note. *World Development*, 18(3), 477-480.
- Choe, Jong Il(2003). Do foreign direct investment and gross domestic investment promote economic growth?. *Review of Development Economics*, 7(1), 44-57.
- Collier, Paul ve Mayer, Colin(1989), The assessment: financial liberalization, financial systems, and economic growth. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 1-12.
- Çakmak, Hatice Karaçay(2004). Finansal serbestleşmenin tasarruf kararlarına etkisi: Türkiye örneği. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*. 22(2), 1-15.
- Dell’Ariccia, Giovanni, Giovanni, Julian Di, Faria, Andre, Köse, M. Ayhan, Mauro, Paolo, Schindler, Martin ve Terrones, Marco(2008). *Reaping the Benefits of Financial Globalization*. Occasional Paper: International Monetary Fund, Yayın No. 264.
- de Swaan, Tom(1999). International capital flows: discussion. (Editör: Jane Sneddon Little ve Giovanni P. Olivei). *Rethinking the International Monetary System*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 43, 163-169.
- de Melo, Jaime ve Tybout, James(1986). The effects of financial liberalization on savings and investment in Uruguay. *Economic Development and Cultural Change*, 34(3), 561-587.
- de Mello, Luiz(1999). Foreign direct investment-led growth: evidence from time series and panel data. *Oxford Economic Papers*, 51(1), 133-151.
- Demetriades, Panicos O. ve Luintel, Kul B.(1997). The direct cost of financial repression: evidence from India. *Review of Economics and Statistics*, 79(2), 311-320.
- Demir, Yusuf, Öztürk, Erdoğan ve Albeni, Mesut(2007). Türkiye’de finansal piyasalar ile ekonomik büyüme ilişkisi. *KMÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(3), 438-455.
- Demirguc-Kunt, Asli ve Detragiache, Enrica(1998). *Financial Liberalization and Financial Fragility*. Working Paper: The World Bank Policy Research Working Paper Series, Yayın No. 1917.

- Demirguc-Kunt, Asli ve Levine, Ross(1995). *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts*. Working Paper: The World Bank Policy Research Department, Yayın No. 1462.
- Demirgüç-Kunt, Asli ve Levine, Ross(1996). Stock markets, corporate finance and economic growth: an overview. *World Bank Economic Review*, 10(2), 223-239.
- Demirguc-Kunt, Asli ve Levine, Ross(1999). *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*. Working Paper: World Bank Policy Working Paper, Yayın No. 2143.
- Demirguc-Kunt, Asli ve Maksimovic, Vojislav(1996). *Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth: An International Comparison*. Working Paper: The World Bank Policy Research Department Yayın No. 1671.
- Denizer, Cevdet, Desai, Raj M. ve Gueorguiev, Nikolay(1988). *The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies*. Working Paper: The World Bank Policy Research Working Paper, Yayın No. 2030.
- Denizer, Cevdet, İyigün, Murat ve Owen, Ann(2000). *Finance and Macroeconomic Volatility*. Working Paper: World Bank Policy Research Working Paper, Yayın No. 2487.
- Detragiache, Enrica ve Demirguc-Kunt, Asli(1998). *Financial Liberalization and Financial Fragility*. Working Paper: IMF Working Papers, Yayın No. 98/83.
- Devereux, Michael B. ve Smith, Gregor W. (1994). International risk sharing and economic growth. *International Economic Review*, 35(4), 535-550.
- Diamond, Douglas W.(1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414.
- Diamond, Douglas ve Dybvig, Phillip(1983). Bank runs, deposit insurance and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.
- Diamond, Douglas ve Dybvig, Phillip(1986). Banking theory, deposit insurance and bank regulation. *The Journal of Business*, 59(1), 55-68.
- Diaz-Alejandro, Carlos (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19(1-2), 1-24.
- Dickey, David A. ve Fuller, Wayne A.(1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427-431.
- Dornbusch, Rudiger ve Reynoso, Alejandro(1989). Financial factors in economic development. *The American Economic Review*, 79(2), 204-209.

- Driessen, Joost ve Laeven, Luc(2003). The value of international portfolio diversification. (Editör: James A. Hanson, Patrick Honohan ve Giovanni Majnoni). *Globalization and National Financial Systems*. World Bank ve Oxford University Press, 175-188.
- D'souza, Errol(2008). *Macroeconomics*. New Delhi: Pearson Education.
- Duncan, K.Foley ve Michl, Thomas R.(1999). *Growth and Distribution*. Cambridge: Harvard University Press
- Durham, Benson J.(2004). Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth. *European Economic Review*, 48(2), 285-306.
- Dutt, Amitava(1991). Interest rate policy in LDCs: a post keynesian view. *Journal of Post Keynesian Economics*, 13(2): 210-232.
- Easterly, William, Islam, Roumeen ve Stiglitz, Joseph(2001). Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility. (Editör: Boris Pleskovic ve Nicholas Stern). *Annual World Bank Conference on Development Economics*. World Bank: Washington, 191-212.
- Edison, Hali, Klein, Michael W., Ricci, Luca A. ve Slok, Torsten( 2004). Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis. *IMF Staff Papers*, 51(2), 220-256.
- Edison, Hali, Levine, Ross, Ricci, Luca ve Slok, Torsten(2002). International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 21, 749-776.
- Edison, Hali J. ve Warnock, Francis E.(2003). A simple measure of the intensity of capital controls. *Journal of Empirical Finance*, 10(1/2), 81-103.
- Edwards, Sebastian ve van Wijnbergen, Sweder(1986). The welfare effects of trade and capital market liberalization. *International Economic Review*, 27(1), 141-148.
- Edwards, Sebastian(1984). *The Order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the Balance of Payments*. Working Paper: NBER Working Paper Series, Yayın No. 1507.
- Edwards, Sebastian ve Edwards, Alejandra Cox(1991). *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment: With a New Afterword*. Chicago: University of Chicago Press.
- Edwards, Sebastian(2001). *Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?*. Working Paper: NBER Working Paper, Yayın No. 8076.

- Eichengreen, Barry, Mussa, Michael, Dell'Araccia, Giovanni, Detragiache, Enrica, Milesi-Ferretti, Gian Maria ve Tweedie, Andrew(1998). *Capital Account Liberalization Theoretical and Practical Aspects*. Occasional Paper: IMF Occasional Paper, Yayın No. 172.
- Eichengreen, Barry, Mussa, Michael, Dell'Araccia, Giovanni, Detragiache, Enrica, Milesi-Ferretti, Gian Maria ve Tweedie, Andrew(1999). *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Economic Issues: IMF Economic Issues, Yayın No. 17. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17.pdf> (06.05.2010)
- Eichengreen, Barry(2001). Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us?. *World Bank Economic Review*, 15(3), 341-365.
- Eichengreen, Barry ve Leblang, David(2003). Capital account liberalization and growth: was Mr.Mahathir right?. *International Journal of Finance and Economics*, 8(3), 205-224.
- Enders,Walter(1995). *Applied Econometric Time Series*. New York: John Wiley & Sons.
- Engle, Robert F. ve Granger, Clive W.J.(1987). Co-integration and error correction: representation, estimation and testing. *Econometrica*, 55(2), 251-276.
- Eschenbach, Felix(2004). *Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature*. Discussion Paper: Tinbergen Institute Discussion Papers. Yayın No. TI 2004-039/2.
- Esen, Oğuz(2000). Financial openness in Turkey. *International Review of Applied Economics*, 14(1), 5-23.
- Evans, Martin ve Hnatkowska, Viktoria(2007). Financial integration, macroeconomic volatility, and welfare. *Journal of European Economic Association*, 5(2-3), 500-508.
- Faria, Andre ve Mauro, Paolo(2004). *Institutions and the External Capital Structure of Countries*. Working Paper: IMF Working Paper, Yayın No. WP/04/236.
- Findlay, Ronald(1978). Relative backwardness, direct foreign investment, and the transfer of technology: a simple dynamic model. *Quarterly Journal of Economics*, 92(1), 1-16.
- Fischer, Stanley(1993). *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*. Working Paper: NBER Working Paper Series, Yayın No. 4565.
- Frenkel, Jacob(1982). The order of economic liberalization: a comment. (Editör: Karl Brunner ve Allan Meltzer). *Economic Policy in a World of Change*. Amsterdam: Carnegie Rochester Conference Series, 99-102.

- Fry, Maxwell J.(1978). Money and capital or financial deepening in economic development?. *Journal of Money Credit and Banking*, 10(4), 464-475.
- Fry, Maxwell J.(1988). *Money, Interest and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press.
- Fry, Maxwell J.(1989). Financial development: theories and recent experience. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 13-28.
- Fry Maxwell J. (1994). *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. Johns Hopkins University Press.
- Fry, Maxwell J.(1995). *Money, Interest and Banking in Economic Development*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Fry, Maxwell J.(1997). In favour of financial liberalisation. *Economic Journal*, 107(442), 754-770.
- Fuller, Wayne A.(1976). *Introduction to Statistical Time Series*. New York: Wiley.
- Galbis, Vicente(1977). Financial intermediation and economic growth in less developed countries: a theoretical approach. *Journal Of Development Studies*, 13(2), 58-72.
- Gersowitz, Mark(2007). Saving and development. (Editör: Hollis Chenery ve TN Srinivasan). *Handbook of Development Economics, Seri 1*(10), North Holland, 381-424.
- Gerschenkron, Alexander (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge, Harvard University Press.
- Ghosh, Jayati(2005). *The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries*. Working Paper: DESA Working Paper, Yayın No. 4.
- Gibson, Heather ve Tsakalotos, Euclid(1994). The scope and limits of financial liberalization in developing countries: a critical survey. *Journal of Development Studies*, 30(3), 578-628.
- Giovannini, Alberto(1983). The interest elasticity of saving in developing countries: the existing evidence. *World Development*, 11(7), 601-607.
- Giovannini Alberto ve de Melo, Martha(1993). Government revenue from financial repression. *The American Economic Review*, 83(4), 953-963.
- Glick, Reuven ve Hutchison, Michael(2001). *Capital Controls and Exchange Rate Stability in Developing Countries*. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Yayın No. 20.

- Glick, Reuven, Guo, Xueyan ve Hutchison, Michael(2004). *Currency Crises, Capital Account Liberalization and Selection Bias*. Working Paper: Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, Yayın No. 2004-15.
- Goldsmith, Raymond W.(1969). *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
- Grais, Wafik ve Kantur, Zeynep(2002). *The Changing Financial Landscape: Opportunities and Challenges for the Middle East and North Africa*. Working Paper: ERF Working Paper Series, Yayın No. 0208.
- Graham, Michael(1996). *Financial Repression, Interest Rates, and Credit Allocation in Sub-Saharan Africa*. Helsinki: United Nations University UNU-WIDER. [http://www.wider.unu.edu/publications/working-papers/previous/en\\_GB/rip-6/print/](http://www.wider.unu.edu/publications/working-papers/previous/en_GB/rip-6/print/), Erişim Tarihi: 14.04.2010.
- Granger, Clive W.J.(1988). Some recent developments in a concept of causality. *Journal of Econometrics*, 39(1-2), 199-211
- Granger, Clive W.J. ve Newbold, Paul(1974). Spurious regressions in econometrics. *Journal of Econometrics*, 2(2), 111-120.
- Greenwood, Jeremy ve Jovanovic, Boyan(1990). Financial development, growth and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, 98(5), 1076-1107.
- Grilli, Vittorio ve Milesi-Ferretti, Gian M.(1995). Economic effects and structural determinants of capital controls. *IMF Staff Papers*, 42(3), 517-551.
- Grossman, Gene M. ve Helpman, Elhanan(1997). *Innovation and Growth in the Global Economy*. London: MIT Press.
- Gupta, Kanhaya L.(1984). Financial liberalization and economic growth: some simulation results. *Journal of Economic Development*, 9(2), 25-43.
- Gupta, Kanhaya L. ve Lensink, Robert (1996). *Financial Liberalization and Investment*. London ve New York: Routledge.
- Gupta, Kanhaya L. ve Lensink, Robert (2003). *Financial Liberalization and Investment*. London ve New York: Routledge.
- Gupta, Nandini ve Yuan, Kathy(2005). On the growth effect of stock market liberalizations. *The Review of Financial Studies*, 22(11), 4715-4752.
- Gurley, John G. ve Shaw, Edward S.(1955). Financial aspects of economic development. *American Economic Review*, 45(4), 515-538.

- Güloğlu, Bülent(2003). Financial liberalisation and economic growth: a panel data approach. *The ISE Review*, 7(27), 35-58.
- Gylfason, Thorvaldur(1981). Interest rates, inflation and the aggregate consumption function. *The Review of Economics and Statistics*, 63(2), 233-245.
- Hall, Robert ve Jones, Charles(1999). Why do some countries produce so much more output per worker than others?. *Quarterly Journal of Economics*, 114(1), 83-116.
- Hanson, James A.(1996). An open capital account: a brief survey of the issues and the results. (Editör: Gerard Caprio, Izak Atiyas ve James Hanson). *Financial Reform: Theory and Experience*. Cambridge: Cambridge University Press, 323-356.
- Harris, Richard D.F.(1997). Stock markets and development: a re-assessment. *European Economic Review*, 41(1), 139-146.
- Haveman, Jon D., Lei, Vivian ve Netz, Janet S.(2001). International integration and growth: a survey and empirical investigation. *Review of Development Economics*, 5(2), 289-311.
- Henry, Peter B.(2000). Do stock market liberalizations cause investment booms?. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 301-334.
- Henry, Peter B.(2003). Capital account liberalization, the cost of capital, and economic growth. *The American Economic Review*, 93(2), 91-96.
- Henry, Peter B.(2007). Capital account liberalization: theory, evidence, and speculation. *Journal of Economic Literature*, 45(4), 887-935.
- Hermes, Niels ve Lensink, Robert(2003). Foreign direct investment, financial development and economic growth. *Journal of Development Studies*, 40(1), 142-163.
- Hoekman, Bernard ve Javorcik, Beata S.(2006). Lessons from empirical research on international technology diffusion through trade and foreign direct investment. (Editör: Bernard Hoekman ve Beata Smarzynska Javorcik). *Global Integration and Technology Transfer*. The World Bank and Palgrave Macmillan, 1-26.
- Hossain, Akhtar ve Chowdhury, Anis(1996). *Monetary and Financial Policies in Developing Countries: Growth and Stabilisation*. London ve NewYork: Routledge.
- Hymer, Stephen H.(1960). *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Investment*. Yayınlanmamış Doktora Tezi: Massachusetts Institute of Technology, Cambridge.

- IFS(International Financial Statistics)(2011). <http://www.imfstatistics.org/imf/> (02.02.2011)
- Imbs, Jean ve Wacziarg, Romain(2003). Stages of diversifications. *American Economic Review*, 93(1), 63-86.
- IMF(1983). *Interest Rates Policies in Developing Countries*. Occasional Paper: IMF Occasional Paper, Yayın No. 22. .
- Ingves, Stefan(2003). Sequencing capital account liberalization and financial sector stability. (Editör: Age F.P. Bakker ve Bryan Chapple). *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*. Northampton: Edward Elgar Publication, 43-52.
- Ishii, Shog, Habermeier, Karl F. ve Canales-Kriljenko, Jorge I. (2002). *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*. Occasional Paper: IMF Occasional Paper, Yayın No. 211.
- Ito, Hiro(2006). Financial development and financial liberalization in Asia: thresholds, institutions and the sequence of liberalization. *North American Journal of Economics and Finance*, 17(3), 303-327.
- Johansen, Soren ve Juselius, Katarina(1990). Maximum likelihood estimation and inference on cointegration. *Oxford Bulltein of Economics and Statistics*, 52(2), 169-210.
- Jung, Woo S.(1986). Financial development and economic growth: international evidence. *Economic Development and Cultural Change*, 34(2), 333-346.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Sorensen, Bent E. ve Yosha, Oved(2003). Risk sharing and industrial specialization: regional and international evidence. *The American Economic Review*, 93(3), 903-918.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Sorensen, Bent E. ve Yosha, Oved(2001). Economic integration, industrial specialization and the asymetry of macroeconomic fluctuations. *Journal of International Economics*, 55(1), 107-137.
- Kaminsky, Graciela L. ve Reinhart, Carmen M.(1999). The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems. *The American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Kaminsky, Graciela L. ve Reinhart, Carmen M.(2000). On crises, contagion, and confusion. *Journal of International Economics*, 51(1), 145-168.
- Kapur, Basant K.(1976). Alternative stabilization policies for less-development economies. *Journal of Political Economy*, 84(4), 777-795.

- Kapur, Basant K.(1983). Optimal financial and foreign-exchange liberalization of less developed economies. *Quarterly Journal Of Economics*, 98(1), 41-62.
- Kar, Muhsin ve Taş, Seyhan(2004). İktisadi kalkınmada para ve sermayenin yeri. (Editör. Sami Taban ve Muhsin Kar). *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*. Bursa: Ekin Kitabevi, 159-195.
- Karras, Georgios ve Song, Frank(1996). Sources of business-cycle volatility: an exploratory study on a sample of OECD countries. *Journal of Macroeconomics*, 18(4), 621-637.
- Keynes, John Maynard(1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Khan, Mohsin S. ve Senhadji, Abdelhak, S.(2009). *Financial Development and Economic Growth: An Overview*. Working Paper: IMF Working Paper, Yayın No. WP/00/209.
- King, Robert G. ve Levine, Ross(1993a). Finance and growth: schumpeter might be right?. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- King, Robert G. ve Levine, Ross(1993b). Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.
- King, Robert G. ve Rebelo, Sergio T.(1993). Transitional dynamics and economic growth in the neoclassical model. *The American Economic Review*, 83(4), 908-931.
- Klein, Michael W. ve Giovanni, P. Olivei(2005). *Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth*. Working Paper: NBER Working Paper, Yayın No. 7384.
- Klein, Michael W. ve Giovanni, P. Olivei(2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 27(6), 861-875.
- Klein, Michael(2005). *Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence*. Working Paper: NBER Working Paper, Yayın No. 11112.
- Klein, Michael(2007). *Capital Account Liberalization and the Varieties of Growth Experience*. Fletcher School: Tufts University and NBER. [http://fletcher.tufts.edu/faculty/klein/pdf/Klein\\_CapAcctLib2007.pdf](http://fletcher.tufts.edu/faculty/klein/pdf/Klein_CapAcctLib2007.pdf)
- Kohsaka, Akira(1984). The high interest rate policy under financial repression. *Developing Economies*, 22(4), 419-452.

- Köse, M. Ayhan, Prasad, Eswar S. ve Terrones, Marco E.(2003). *How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?*. Working Paper: IMF Working Paper, Yayın No. WP/03/27.
- Köse, M. Ayhan, Prasad, Eswar S. ve Terrones, Marco E.(2006). How do trade and financial integration affect the relationship between growth and volatility?. *Journal of International Economics*, 69(1), 176-202.
- Köse, M. Ayhan ve Prasad, Eswar S.(2007). Liberalizing capital account restrictions. (Editör: Jeremy Clift and Elisa Diehl). *Financial Globalization: A Compilation of Articles from Finance & Development*. Washington: IMF, 6-7.
- Köse, M. Ayhan, Prasad, Eswar S. ve Terrones, Marco E.(2007a). *Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels*. Working Paper: IMF Working Paper, Yayın No. WP/07/238.
- Köse, Ayhan, Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth ve Wei, Shang-Jin(2007b). Financial globalization beyond the blame game: a new way of looking at financial globalization reexamines its costs and benefits. *Finance and Development*, 44(1), 9-13.
- Köse, M. Ayhan, Prasad, Eswar S. ve Terrones, Marco E.(2008). *Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?*. Working Papers: IMF Working Papers, Yayın No. 08 /242.
- Köse, M. Ayhan, Prasad, Eswar S., Rogoff, Kenneth ve Wei, Shang-Jin(2009a). Financial globalization: a reappraisal. *IMF Staff Papers*, 56(1), 8-62.
- Köse, M. Ayhan, Prasad, Eswar S. ve Terrones, Marco E.(2009b). Does financial globalization promote risk sharing?. *Journal of Development Economics*, 89(2), 258-270.
- Köse, Ayhan, Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth ve Wei, Shang-Jin(2010). Financial globalization and economic policies. (Editör: Dani Rodrik ve Mark Rosenzweig). *Handbook of Development Economics, Cilt 5*, The Netherlands: North-Holland, 4283-4362.
- Kraay, Aart(1998). *In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalizations*. Unpublished Working Paper: World Bank, Washington, DC.
- Krueger, Anne(1984). Problems of liberalization. (Editör: Arnold Harberger). *World Economic Growth - Case Studies of Developed and Developing Nations*. ICS Press: San Francisco, 403-423.
- Krugman, Paul(1993). International finance and economic development. (Edt. Alberto Giovannini). *Finance and Development: Issues and Experience*. Cambridge: Cambridge University Press, 11-24.

- Kutlar, Aziz(2005). *Uygulamalı Ekonometri*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Kwiatkowski, Denis, Phillips, Peter C.B., Schmidt, Peter ve Shin, Yongcheol(1992). Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root, *Journal of Econometrics*, 54, 159-178.
- Laeven, Luc(2003). Does financial liberalization reduce financing constraints?. *Financial Management*, 32(1), 5-34.
- Lane, Philip R., ve Milesi-Ferretti, Gian Maria(2007). The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities. *Journal of International Economics*, 73(2), 223-250.
- Lensink, Robert ve Morrissey, Oliver(2006). Foreign direct investment: flows, volatility, and the impact on growth. *Review of International Economics*, 14(3), 478-493.
- Levine, Ross(1990). *Financial Structure and Economic Development*. Discussion Paper: International Finance Discussion Papers, Yayın No. 381.
- Levine, Ross(1992). *Financial Structures and Economic Development*. Working Paper: Policy Research Working Papers, Yayın No. 849.
- Levine, Ross(1996). *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. Working Paper: Policy Research Working Paper Series, Yayın No. 1678.
- Levine, Ross(1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, Ross (2001). International financial liberalisation and economic growth. *Review of International Economics*, 9(4), 688-702.
- Levine, Ross(2002). Bank-based or market-based financial systems: which is better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398-428.
- Levine, Ross(2003). Stock market liquidity and economic growth: theory and evidence. (Editör: Luigi Paganetto ve Edmund S. Phelps). *Finance, Research, Education and Growth*. NewYork: Palgrave MacMillan, 3-24.
- Levine, Ross ve Zervos, Sara(1996). Stock market development and long-run growth. *World Bank Economic Review*, 10(2), 323-339.
- Levine, Ross ve Zervos, Sara(1998). Capital control liberalization and stock market development. *World Development*, 26(7), 1169-1183.
- Lewis, Jeffrey(1992) Financial repression and liberalization in a general equilibrium model with financial markets. *Journal of Policy Modeling*, 14(2), 135-166.

- Lewis, Karen K.(1994). *What Can Explain the Apparent Lack of International Consumption Risk Sharing?*. Working Paper: NBER Working Paper Series. Yayın No. 5203.
- Lewis, Karen K.(1996). What can explain the apparent lack of international consumption risk sharing?. *The Journal of Political Economy*, 104(2), 267-297.
- Levy-Yeyati, Eduardo, Schmukler, Sergio ve van Horen, Neeltje(2010). Crises, capital controls and financial integration. (Editör: Masahiro Kawai ve Mario B. Lamberte). *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*. Asian Development Bank Institute& Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 160-191.
- Li, Zhen(2004). *Financial Development, Equity Market Liberalization and Economic Growth*. Princeton: Princeton University Doktora Tezi.
- Li, Zhen(2010). Equity market liberalization, industry growth and the cost of capital. *Journal of Economic Development*, 35(3), 103-121.
- Little, Ian, Scitovsky, Tibor ve Scott, Maurice(1970). *Industry and Trade in Some Developing Countries: A Comparative Study*. Oxford: Oxford University Press.
- Lucas, Robert E.(1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- Lucas, Robert E.(1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries?. *The American Economic Review*, 80(2), 92-96.
- Luintel, Kul B., Khan, Mosahid, Arestis, Philip ve Theodoridis, Konstantinos(2008). Financial structure and economic growth. *Journal of Development Economics*, 86(1), 181-200.
- MacDougall, George D.A.(1960). The benefits and costs of private investment from abroad: a theoretical approach. *Economic Record*, 36(73), 13-35.
- MacKinnon, James G.(1990). *Critical Values for Cointegration Tests*. Working Paper: Queen's Economics Department Working Paper, Yayın No. 1227.
- Markusen, James R.(1995). The boundaries of multinational enterprises and the theory of international trade. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(2), 169-189.
- Mathieson, Donald J.(1979). Financial reform and capital flows in a developing economy. *IMF Staff Papers*, 26(3), 450-489.
- Mathieson, Donald J.(1980). Financial reform and stabilization policy in a developing economy. *Journal of Development Economics*, 7(3), 359-395.

- Mathieson, Donald J. ve Rojas-suarez, Liliana(1994). Capital controls and capital account liberalization in industrial countries. (Editör: Leonardo Leiderman ve Assaf Razin). *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*. Cambridge University Press, 329-347.
- Mavratos, George(2005). Savings and financial sector development: an assessment. (Editör. Christopher J. Green, Colin H. Kirkpatrick ve Victor Murinde). *Finance and Development: Surveys of Theory, Evidence and Policy*. Aldershot: Edward Elgar, 29-61.
- McKinnon, Ronald I.(1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution.
- McKinnon, Ronald I.(1989). Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest rate policies in Asia and Latin America. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 29-54.
- McKinnon, Ronald I.(1991). *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore: John Hopkins University Press.
- McKinnon, Ronald I. (1993). *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. The Johns Hopkins University Press.
- McLean, Ben ve Shrestha, Sona(2002). *International Financial Liberalisation and Economic Growth*. Research Discussion Paper: Economic Research Department Reserve Bank of Australia, Yayın No. 2002-03.
- Merton, Robert C. ve Bodie, Zvi(1995). A conceptual framework for analysing the financial environment. (Editör: Dwight B. Crane, Zvi Bodie, Kenneth A. Froot, Andre F. Perold ve Robert C. Merton). *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston: Harvard Business Schooll, 3-31.
- Merton, Robert(1995). A functional perspective of financial intermediation. *Financial Management*, 24(2), 23-41.
- Michaely, Michael(1986). The timing and sequencing of a trade liberalization policy. (Editör. Armeane Choksi ve Demetris Papageorgiou). *Economic Liberalization in Developing Countries*. London: Basil Blackwell, 41-59.
- Mirdala, Rajmund(2006). Macroeconomic aspects of financial liberalization. *Panoeconomicus*, 53(4), 439-456.
- Mishkin, Frederic(1999). Lessons from tequila crisis. *Journal of Banking and Finance*, 23(10), 1521-1533.

- Mishkin, Frederic S. (2003). Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. (Editör: Martin Feldstein). *Economic and Financial Crises in Emerging Market Countries*. Chicago: University of Chicago Press, 93-103.
- Mishkin, Frederic S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Boston: The Addison-Wesley Series in Economics.
- Mitton, Todd(2006). Stock market liberalization and operating performances at the firm level. *Journal of Financial Economics*, 81(3), 625-647.
- Miniane, Jacques(2004). A new set of measures on capital account restrictions. *IMF Staff Papers*, 51(2), 276-308.
- Mody, Abiad ve Murshid, Antu Panini(2005). Growing up with capital flows. *Journal of International Economics*, 65(1), 249-266
- Molho, Lazarus (1986). Interest rate, savings and investment in developing countries: a re-examination of the Mckinnon-Shaw hypothesis. *IMF Staff Papers*, 33(1), 90-111.
- Moran, Theodore H.(2005). How does FDI affect host country development? using industry case studies to make reliable generalizations. (Editör: Theodore H. Moran, Edward M. Graham ve Magnus Blomström). *Does Foreign Direct Investment Promote Development?*. NewYork: Center for Global Development, 281-313.
- Murinde, Victor(1996). Financial markets and endogenous growth: an econometric analysis for pasific basin countries. (Editör. Niels Hermes ve Robert Lensink). *Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries*. NewYork: Routledge, 94-114.
- Naude, Wim ve Rossouw, Riaan(2008). *Export Diversification and Specialization in South Africa: Extend and Impact*. Research Paper: United Nations University UNU-WIDER Research Paper, Yayın No. 2008/93.
- Ndikumana, Leonce(2005). Financial liberalization and the structure of capital flows in African countries. Economic and Social Policy Division (ESPD), *United Nations Economic Commission for Africa Semineri*, 21-22 Eylül 2005, Gana.
- Nelson, Richard R. ve Phelps, Edmund S.(1966). Investment in humans, technological diffusion and economic growth. *The American Economic Review*, 56(1-2), 69-75.
- Obstfeld, Maurice (1993). *International Capital Mobility in The 1990s*. Working Paper: NBER Working Paper Series, Yayın No. 4534.

- Obstfeld, Maurice(1994). Risk-taking, global diversification, and growth. *The American Economic Review*, 84(5), 1310-1329.
- Obstfeld, Maurice(1998). The global capital market: benefactor or menace?. *The Journal of Economic Perspectives*, 12(4), 9-30.
- Obstfeld, Maurice ve Taylor, Alan(2004). *Global Capital Markets, Integration, Crisis and Growth*. NewYork: Cambridge University Press.
- Ochoa, Orlando A.(1996). *Growth, Trade and Endogenous Technology: A Study of OECD Manufacturing*. NewYork: St.Martin's Press.
- Odekon, Mehmet(2002). Finansal liberalizasyon ve yatırım. *Briefing Notes in Economics Issue*. Yayın No. 53. [http://www.richmond.ac.uk/bne/odekon\\_Issue53.pdf](http://www.richmond.ac.uk/bne/odekon_Issue53.pdf) (20.02.2011).
- OECD(2001). Growth, technology transfer and foreign direct investment. OECD global forum on international investment. *New Horizons and Policy Challenges for Foreign Direct Investment in the 21st Century*. 26-27 Kasım 2001, Mexico City.
- Onur, Sara(2005). Finansal liberalizasyon ve GSMH büyümesi arasındaki ilişki. *Zonguldak Kara Elmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 127-152.
- Özatay, Fatih ve Sak, Güven(2002). Financial liberalization in Turkey: why was the impact on growth limited?. *Emerging Markets Finance and Trade*, 38(5), 6-22.
- Pagano, Marco(1993). Financial markets and growth: an overview. *European Economic Review*, 37(2-3), 613-622.
- Pancaro, Cosimo(2010). *Macroeconomic Volatility after Trade and Capital Account Liberalization*. Working Paper: World Bank Policy Research Working Paper, Yayın No. 5441.
- Patrick, Hugh T.(1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 174-189.
- Perron, Pierre(1989). The great crash, the oil price shock and the unit root hypothesis. *Econometrica*, 57(6), 1361-1401.
- Pesaran, Hashem, Shin, Yongcheol ve Smith, Richard(2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationship. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.
- Phillips, Peter C.B.(1987). Time series regression with a unit root. *Econometrica*, 55(2), 277-301.

- Phillips, Peter ve Perron, Pierre(1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Priewe, Jan(2008). Capital account management or laissez-faire of capital flows in developing countries. (Editör: Philip Arestis ve Luiz Fernando de Paula). *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*, NewYork: Palgrave, 26-51.
- Prasad, Eswar S., Rogoff, Kenneth, Wei, Shang-Jin ve Kose, M.Ayhan(2003). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*. Occasional Paper: IMF Occasional Paper, Yayın No: 220.
- Prasad, Eswar S., Rogoff, Kenneth, Wei, Shang-Jin ve Kose, M.Ayhan(2004). *Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries*. Working Paper: NBER Working Paper Series, Yayın No. 10942.
- Prasad, Eswar S., Rogoff, Kenneth S., Wei, Shang-Jin ve Köse, Ayhan M.(2007a). Financial globalization, growth and volatility in developing countries. (Editör: Ann Harrison). *Globalization and Poverty*. Chicago: University of Chicago Press, 457-516.
- Prasad, Eswar S., Rajan, Raghuram ve Subramanian, Arvind(2007b). The paradox of capital. (Editör: Jeremy Clift ve Elisa Diehl). *Financial Globalization: The Impact on Trade, Policy, Labor and Capital Flows*. Washington: IMF Publications, 10-13.
- Quinn, Dennis(1997). The correlates of changes in international financial regulation. *American Political Science Review*, 91(3), 531-551.
- Quinn, Dennis F. ve Toyoda, Maria A.(2008). Does capital account liberalization lead to growth lead to growth?. *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1403-1449.
- Ranciere, Romain, Tornell, Aaron ve Westermann, Frank (2006). *Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth*. Working Paper: NBER Working Paper, Yayın No. 12806.
- Razin, Assaf ve Rose, Andrew K. (1994). Business-cycle volatility and openness: an exploratory cross-sectional analysis. (Editör: Leonardo Leiderman ve Assaf Razin). *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, Cambridge: University Press, 48-76.
- Razin, Assaf, Sadka, Efraim ve Yuen, Chi-Wa(1998). A pecking order of capital inflows and international tax principles. *Journal of International Economics*, 44(1), 45-68.
- Reinhart, Carmen ve Ostry, Jonathan(1995). *Saving and Real Interest Rates in Developing Countries*. Munich Personal RePEc Archive: MPRA, Yayın No: 13352.

- Reinhart, Carmen ve Rogoff, Kenneth(2004). Serial default and the “paradox” of rich to poor capital flows. *American Economic Review Papers and Proceedings* 94(2), 53-58.
- Reisen, Helmut ve Soto, Marcelo(2001). Which types of capital inflows foster developing- country growth?. *International Finance*, 4(1), 1-14.
- Robinson, Joan(1952). The generalization of the general theory. (Editör. Joan Robinson). *The Rate of Interest and Other Essays*. London: Macmillan Press, 69-142.
- Rodrik, Dani(1998). Who needs capital-account convertibility?. (Editör: Stanley Fischer, Richard N. Cooper, Rudiger Dornbusch, Peter M. Garber, Carlos Massad, Jacques Polak, Dani Rodrik ve Savak S. Tarapore). *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*. Essays in International Finance, Yayın No. 207, Princeton: Princeton University, 55-65.
- Romer, Paul M.(1986). Increasing returns and long-run growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.
- Romer, Paul M.(1989). Capital accumulation and the theory of long-run growth. (Editör. Robert Barro). *Modern Business Cycle Theory*. Oxford: Basil Blackwell, 51-127.
- Romer, Paul M.(1994). The origins of endogenous growth. *The Journal of Economic Perspectives*, 8(1), 3-22.
- Rose, Andrew K. ve Spiegel, Mark M.(2009). International financial remoteness and macroeconomic volatility. *Journal of Development Economics*, 89(2), 250-257.
- Roubini, Nouriel ve Salai-Martin, Xaiver(1991). *Financial Development, The Trade Regime and Economic Growth*. Working Paper: NBER Working Paper Series, Yayın No. 3876.
- Roubini, Nouriel ve Salai-Martin, Xaiver(1992). Financial repression and economic growth. *Journal of Development Economics*, 39(1), 5-30.
- Saint-Paul, Gilles(1992). Technological choice, financial markets and economic development. *European Economic Review*, 36(4), 763-781.
- Schmukler, Sergio L.(2004). Benefits and risks of financial globalization: challenges for developing countries. (Editör: Joseph Stiglitz ve Jose Antonio Ocampo). *Capital Markets Liberalization and Development*. Oxford: Oxford University Press, 48-75.
- Schmukler, Sergio L.(2008). The benefits and risks of globalization: challenges for developing countries. (Editör: Joseph Stiglitz ve Jose Antonio Ocampo). *Capital Market Liberalization and Development*. Oxford: Oxford University Press, 48-73.

- Schumpeter, Joseph A.(1911). *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press.
- Schumpeter, Joseph A.(1912). *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press.
- Sever, Erşan(2005). *Finans, Dış Ticaret ve Büyüme İlişkisi: Türkiye Analizi*. Konya: Çizgi Kitabevi Yayınları.
- Shaw, Graham K.(1992). Policy implications of endogenous growth theory. *The Economic Journal*, 102(412), 611-621.
- Shrestha, Min B. ve Chowdhury, Khorshed(2006). Financial liberalization index for Nepal. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 3(1), 41-54.
- Singh, Ajit(1997). Stock markets, financial liberalisation and economic development. *Economic Journal*, 107(442), 771-782.
- Snowdon, Brian ve Vane, Howard R. (2005). *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Edward Elgar Publishing.
- Solow, Robert(1956). A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
- Solow, Robert M.(1988). Growth theory and after. *The American Economic Review*, 78(3), 307-317.
- Sorensen, Bent E. ve Yosha, Oved(1998). International risk sharing and European monetary unification. *Journal of International Economics*, 45(2), 211-238.
- Stallings, Barbara(2001). *Globalization and Liberalization: The Impact on Developing Countries*. Chile: United Nations Publications, Yayın No. 4.
- Stern, Nicholas(1989). The economics of development: a survey. *The Economic Journal*, 99(397), 597-685.
- Stiglitz, Joseph(1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2), 133-152.
- Stiglitz, Joseph E.(1989). Financial markets and development. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 55-68.
- Stiglitz, Joseph E.(1994). The role of the state in financial markets. (Editör: Michael Bruno ve Boris Pleskovic). *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*. Washington: World Bank, 19-52.

- Stiglitz, Joseph E.(2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, 28(6), 1075-1086.
- Stiglitz, Joseph E. ve Weiss, Andrew (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Stiglitz, Joseph E. ve Weiss, Andrew (1992). Asymmetric information in credit markets and its implications for macro-economics, *Oxford Economic Papers*, 44(4), 694-724.
- Studart, Rogerio(1993). Financial repression and economic development: towards a post-keynesian alternative. *Review of political economy*, 5(3), 277-298.
- Studart, Rogerio(1995). *Investment Finance in Economic Development*. London and NewYork: Routledge.
- Stulz, Rene(2001). Does financial structure matter for economic growth? a corporate finance perspective. (Editör: Aslı Demirguc-Kunt ve Ross Levine). *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. The Cambridge: MIT Press, 143-188.
- Stulz, Rene(2005). The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 60(4), 1595-1638.
- Sundararajan, Venkataraman ve Balifio, Tomas(1990). *Issues in Recent Banking Crises in Developing Countries*. Working Paper: IMF Working Paper, Yayın No. WP/90/19.
- Sussman, Oren(1991). Macroeconomic effects of a tax on bond interest rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, 23(3), 352-366.
- Taylor, Lance(1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. NewYork: Basic Books.
- Taylor, Alan M.(1996). *International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship*. Working Paper: NBER Working Paper, Yayın No. 5743.
- Tobin, James(1965). Money and economic growth. *Econometrica*, 33(4), 671-684.
- Tokat, Ekin(2007). The impact of financial liberalization on macroeconomic variables: a two country analysis. *İktisat, İşletme ve Finans*, 22(261), 5-21.
- Tornell, Aaron ve Velasco, Andres(1992). The tragedy of the commons and economic growth: why does capital flow from poor to rich countries?. *The Journal of Political Economy*, 100(6), 1208-1231.

- Tsuru, Kotaro(2000). *Finance and Growth: Some Theoretical Considerations and a Review of the Empirical Literature*. Working Paper: OECD Economics Department Working Papers, Yayın No. 228.
- Uçak, Ayhan(2006). *Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul.
- Van den Berg, Hendrik ve Lewer, Joshua J.(2007). *International Trade and Economic Growth*. NewYork: M.E. Sharpe.
- Van Wijnbergen, Sweder (1982). Stagflationary effects of monetary stabilization policies: a quantitative analysis of South Korea. *Journal of Development Economics*, 10(2), 133-169.
- Van Wijnbergen, Sweder (1983). Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy. *Journal of Development Economics*, 13(1-2), 45-65.
- Van Wijnbergen, Sweder (1985). Macroeconomic effects of changes in bank rates: simulation results for South Korea. *Journal of Development Economics*, 18(2-3), 541-554.
- Vitols, Sigurt(2001). The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan and the United States. (Editör: Wolfgang Streeck ve Kozo Yamamura). *The Origins of Nonliberal Capitalism: Germany and Japan in Comparison*. Cornell University Press, 171-199.
- Vlachos, Jonas ve Waldenström, Daniel(2005). International financial liberalization and industry growth. *International Journal of Finance and Economics*, 10(3), 263-284.
- Wacziarg, Romain(2001). Measuring the dynamic gains from trade. *World Bank Economic Review*, 15(3), 393-429.
- Wei, Shang-Jin(2001). Domestic crony capitalism and international fickle capital: is there a connection?. *International Finance*, 4(1), 15-45.
- Wei, Shang-Jin(2006). Connecting two views on financial globalization: can we make further progress?. *Journal of Japanese and International Economies*, 20(4), 459-481.
- Weller, Christian E.(1999). A few observations on financial liberalization and financial instability. *Review of Radical Political Economics*, 31(3), 66-77.
- Williamson, John ve Mahar, Molly(2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*. Ankara: Liberte Yayınları.

- World Bank(1999). *Global Economic Prospects and the Developing Countries: Beyond Financial Crises 1998/99*. Washington: The World Bank.
- Wyplosz, Charles(2004). Financial instability in emerging market countries: causes and remedies. (Editör: Jan Joost Teunissen ve Age Akkerman). *Diversity in Development - Reconsidering the Washington Consensus*. FONDAD: The Hague, 125-144..
- UNCTAD(1997). *Trade and Development Report*. Genova.<http://www.unctad.org/en/docs/tldr1997en.pdf> (11.05.2010)
- Utkulu, Utku(2001). The Turkish economy: past and present. (Editör: Debbie Lovatt). *Turkey Since 1970: Politics, Economics and Society*. NewYork: Palgrave Publishers, 1-40.
- Xu, Zhenhui(2000). Financial development, investment and economic growth. *Economic Inquiry*, 38(2), 331-344.
- Yeldan, Erinç A.(1997). Financial liberalization and fiscal repression in turkey: policy analysis in a cge model with financial markets. *Journal of Policy Modeling*, 19(1), 79-117.
- Zaim, Osman(1995). The effect of financial liberalization on the efficiency of Turkish commercial banks. *Applied Financial Economics*, 5(4), 257-264.
- Zhang, Wei-Bin(2005). *Economic Growth Theory: Capital, Knowledge and Economic Structures*. Ashgate Publishing.
- Zivot, Eric ve Wang, Jiahui(2005). *Modeling Financial Time Series with S-Plus*. Springer.
- Zivot, Eric ve Andrews, Donald W.K.(1992). Further evidence on the great crash, the oil-price shock and the unit-root hypothesis. *Journal of Business and Economic Statistics*, 10(3), 251-270.