

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

**FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK  
BÜYÜME İLİŞKİSİ: SEÇİLMİŞ OECD ÜLKELERİ  
ÖLÇEĞİNDE PANEL VERİ ANALİZİ**

**Mizgin KARAKAŞ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Danışman**

**Prof. Dr. Fatih MANGIR**

**Konya-2020**

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

**FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK  
BÜYÜME İLİŞKİSİ: SEÇİLMİŞ OECD ÜLKELERİ  
ÖLÇEĞİNDE PANEL VERİ ANALİZİ**

**Mizgin KARAKAŞ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Danışman**

**Prof. Dr. Fatih MANGIR**

**Bu çalışma BAP tarafından 19203014 nolu Yüksek Lisans tez projesi olarak  
desteklenmiştir.**

**Konya-2020**



## ÖNSÖZ / TEŞEKKÜR

“Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Seçilmiş OECD Ülkeleri Ölçeğinde Panel Veri Analizi” başlıklı yüksek lisans tezimi yapmamda çalışmam süresince desteğini esirgemeyen, lisans ve yüksek lisans eğitimim boyunca aktarmış olduğu bilgileri ile eğitimime katkıda bulunan değerli danışmanım Prof. Dr. Fatih MANGIR’a, bugünlere gelmemde büyük emekleri olan sevgili aileme ve bu süreçte beni destekleyen tüm yakın arkadaşlarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım.





**T. C.**  
**SELÇUK ÜNİVERSİTESİ**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü**



<b>Öğrencinin</b>	Adı Soyadı	Mizgin KARAKAŞ
	Numarası	174226001017
	Ana Bilim/ Bilim Dalı	İktisat / İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/> Doktora <input type="checkbox"/>
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Fatih MANGIR
	Tezin Adı	Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Seçilmiş OECD Ülkeleri Ölçeğinde Panel Veri Analizi

### ÖZET

Finansal liberalizasyon süreci ile birlikte yıllarca süre gelmekte olan Keynesyen görüşler, yerini Neo-Klasik görüşlere bırakmıştır. Ülkeler bu yeni görüşler doğrultusunda finansal liberalizasyon süreci ile birlikte dışa açılma politikalarını uygulamaya ve bu uygulamalarını ihracata dayalı olarak gerçekleştirmeye başlamışlardır. 1980 yılından itibaren uygulanan finansal serbestleşme politikaları ile finansal piyasalar hakkında önemli kararlar alınmaya başlanmış ve tüm dünyada etkisini gösteren bu serbestleşmeyle beraber sermaye hesapları da serbest bırakılmıştır. Çalışmamızın amacı tam da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmanın amacı, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi seçilmiş OECD ülkeleri açısından McKinnon-Shaw hipotezi bağlamında ekonometrik analiz yardımıyla değerlendirmektir. Çalışmamızda finansal liberalizasyon sürecinin 1980-2019 dönemi için seçilmiş OECD ülkelerinin GSYH büyümesi üzerinde meydana getirdiği ilişki; geniş tanımlı para arzı, özel sektöre verilen yurtiçi kredi, brüt sabit sermaye oluşumu ve doğrudan yabancı yatırım olmak üzere 4 bağımlı değişken kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile incelenmeye çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Liberalizasyon, Ekonomik Büyüme, Panel Veri Analizi, ARDL



**T. C.**  
**SELÇUK ÜNİVERSİTESİ**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü**



<b>Öğrencinin</b>	Adı Soyadı	Mizgin KARAKAŞ
	Numarası	174226001017
	Ana Bilim/ Bilim Dalı	İktisat / İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/> Doktora <input type="checkbox"/>
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Fatih MANGIR
	Tezin Adı	Financial Liberalization and Economic Growth Relation: Panel Data Analysis at the Scale of Selected OECD Countries

### SUMMARY

With the financial liberalization process, Keynesian views have been replaced by Neo-Classical views. In line with these new views, countries have started to implement their policies of opening up to foreign countries with the financial liberalization process and to realize these applications based on exports. With the financial liberalization policies implemented since 1980, important decisions have been taken on financial markets and capital accounts have been released with this liberalization, which has affected the whole world. The purpose of our study emerges at this point. The aim of this study is to evaluate the relationship between financial liberalization and economic growth with the help of econometric analysis in terms of selected OECD countries in the context of McKinnon-Shaw hypothesis. In our study, the relationship created by the financial liberalization process on the GDP growth of selected OECD countries for the period 1980-2019; It has been tried to be analyzed by panel data analysis method by using 4 dependent variables, which are broad money supply, domestic credit to private sector, gross fixed capital formation and foreign direct investment.

**Key Words:** Financial Liberalization, Economic Growth, Panel Data Analysis, ARDL

## İÇİNDEKİLER

<b>BİLİMSEL ETİK SAYFASI</b> .....	<b>i</b>
<b>ÖNSÖZ / TEŞEKKÜR</b> .....	<b>ii</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>iii</b>
<b>SUMMARY</b> .....	<b>iv</b>
<b>KISALTMALAR LİSTESİ</b> .....	<b>v</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	<b>x</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LIBERALİZASYON KAVRAMININ TEORİK ÇERÇEVESİ

1.1.Finansal Liberalizasyon Kavramı, Kapsamı, Teorik Temelleri ve Etkileri ...	3
1.1.1.Finansal Liberalizasyon Kavramı .....	3
1.1.2.Finansal Liberalizasyonun Kapsamı .....	5
1.1.2.1.İç Finansal Liberalizasyon .....	6
1.1.2.2.Dış Finansal Liberalizasyon .....	7
1.1.3.Finansal Liberalizasyonun Tarihsel Analizi ve Gelişimine Katkı Sağlayan Faktörler .....	8
1.1.3.1.Bretton Woods Sistemi'nin Çöküşü .....	8
1.1.3.2.Teknolojik Gelişmeler .....	10
1.1.3.3.Uluslararası Kuruluşların Değişen Rolü .....	11
1.1.4.Finansal Liberalizasyonun Teorik Çerçevesi .....	13
1.1.4.1.Neo-Klasik Yaklaşım .....	13
1.1.4.1.1.Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi .....	14
1.1.4.1.2.McKinnon-Shaw Hipotezi .....	17
1.1.4.2.Yapısalcı Yaklaşım .....	21
1.1.4.3.Neo-Keynesyen Yaklaşım .....	23
1.1.4.4.Post-Keynesyen Yaklaşım .....	25
1.1.4.5.Spekülatif Gelişme Modeli .....	26

## İKİNCİ BÖLÜM

### FINANSAL LIBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1. Finansal Liberalizasyonun Büyüme Üzerindeki Etkisi ile İlgili Teorik Bir Analiz.....	29
2.2. Ekonomik Büyüme Modelleri ve Finansal Gelişme İçerisindeki Yerleri ..	33
2.2.1. Harrod-Domar Modeli .....	33
2.2.2. Neo-Klasik Model .....	35
2.2.3. Robert Solow'un Dışsal Ekonomik Büyüme Modeli .....	37
2.2.4. Lucas'ın Beşeri Sermaye Modeli .....	38
2.2.5. Romer'in Ar-Ge Modeli .....	41
2.2.6. Rivera-Batiz ve Romer Modeli .....	42
2.2.7. Grossman ve Helpman'ın Modeli: Ürün Çeşitlendirmesi ve İçsel Teknolojik Gelişme .....	43
2.3. Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Büyüme Etkileme Kanalları .....	43
2.4. Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi ile İlgili Teorik Çerçeve .....	46

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FINANSAL LIBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: SEÇİLMİŞ OECD ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR PANEL VERİ ANALİZİ

3.1. Literatür Taraması .....	51
3.2. Veri Seti, Model ve Ekonometrik Yöntem .....	60
3.3. Panel Veri Analizi .....	61
3.3.1. Panel Veri Modelleri ve Tahmin Yöntemleri .....	62
3.3.2. Ampirik Bulgular .....	67
3.3.2.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi .....	67
3.3.2.2. Yatay Kesit Bağımlılığı ve Homojenlik Test Sonuçları .....	68
3.3.2.3. Panel Birim Kök Test Sonuçları .....	69
3.3.2.4. ARDL Testi Sonuçları.....	70
3.3.2.5. Granger Nedensellik Testi Sonuçları .....	72
<b>GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....</b>	<b>75</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>80</b>



**KISALTMALAR LİSTESİ**

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:Artırılmış Dickey-Fuller
API	:Açık Piyasa İşlemleri
ARDL	:Autoregressive Distributed Lag Bound Test (Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Sınır Testi)
AR	:Otoregresif Kısım
AR-GE	:Araştırma ve Geliştirme
OLS	:Ortak İlişkili Etkiler Tahmincisi
DB	:Dünya Bankası
DSE	:Dinamik Sabit Etkiler
DYY	:Doğrudan Yabancı Yatırım
ECM	:Hata Düzeltme Modeli
FDI	:Foreign Direct Investment (Doğrudan Yabancı Yatırımın GSYH Payı)
GDP	:Gross Domestic Product (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla)
GMM	:Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GOÜ	:Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYH	:Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	:International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
IPS	:Im, Pesaran ve Shin
K	:Brüt Sabit Sermaye Oluşumunun GSYH Payı
KRD	:Özel Sektör Yurtiçi Kredilerin GSYH Oranı
LLC	:Levin-Lin ve Chu

LM	:Bias Adjusted LM Test (Yanlılığı Düzeltilmiş LM Testi)
MB	:Merkez Bankası
MG	:Mean Group (Ortalama Grup Tahmincisi)
M	:Geniş Tanımlı Para Arzının GSYH Oranı
OECD	:The Organisation for Economic Co-Operation and Development (İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)
OEKK	:Olağan En Küçük Kareler
OLS	:En Küçük Kareler Tahmincisi
PMG	:Pooled Mean Group (Havuzlanmış Ortalama Grup Tahmincisi)
PP	:Phillips Perron
VAR	:Vector Autoregression Model (Vektör Otoregresyon Modeli)
VD	:Ve Diğerleri
Y	:Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyümesi

**TABLolar LİSTESİ**

Tablo 1: Tanımlayıcı İstatistikler.....	67
Tablo 2: Korelasyon Analizi.....	68
Tablo 3: Yatay Kesit Bağımlılığı.....	69
Tablo 4: Birim Kök Test Sonuçları.....	69
Tablo 5: Panel ARDL .....	70
Tablo 6: PMG Yatay Kesit Kısa Dönem Analizleri .....	71
Tablo 7: Gecikme Uzunluğu Kriterleri .....	72
Tablo 8: AR Kök Tablosu.....	73
Tablo 9: VAR Granger Nedensellik / Blok Dışsallık Wald Testleri .....	74

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Ödünç Verilebilir Fonlar Piyasasında Denge .....	15
Şekil 2: McKinnon-Shaw Hipotezi Finansal Baskı .....	18
Şekil 3: Neo-Keynesyen Yaklaşımda Kredi Tayınlaması .....	25
Şekil 4: Finans ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Teorik Yaklaşım .....	33
Şekil 5:Yeni Modeller Çerçevesinde İçsel Büyüme ve Belirleyicileri .....	39
Şekil 6: Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerinde Değişime Neden Olduğu Doğrudan ve Dolaylı Kanallar .....	44
Şekil 7: Finansal Bütünleşmenin Büyüme Oranlarının Üzerinde Yaratmış Olduğu Etkiye Yönelik Geleneksel Görüş ve Dolaylı (Yan) Etkileri .....	45
Şekil8:AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri.....	73

## GİRİŞ

1970’li yıllardan sonra meydana gelen küreselleşme olgusuyla birlikte deregülasyon, küresel entegrasyon, özelleştirme ve liberalizasyon gibi neo-liberal politikalar yoğun bir şekilde uygulama alanı bulmuşlardır. Finansal liberalizasyon, uygulanmaya konulan bu neo-liberal politikaların içerisinde en önemli olanıdır. OECD ülkeleri de 1980’lerden itibaren finansal liberalizasyon süreci ile birlikte küresel dünya ekonomisiyle uyum içerisinde olmaya başlamış ve bunun sonucunda bahsedilen OECD ülke ekonomilerinde önemli değişiklikler yaşanmıştır. Piyasa içerisinde yer alan mali ve finansal araçlar çeşitlenmiş, finansal piyasalar geliştirilmeye çalışılmış, dolaşımdaki fon miktarı artış göstermiş ve iletişim-teknolojide görülen gelişmeler finansal işlemlerin daha az işlem maliyetiyle gerçekleştirilmesine imkan tanımıştır.

Genel olarak baktığımızda; 1970 yıllarında başlayan dünya ekonomisindeki daralma döneminden çıkma mücadelesi, beraberinde yeni bir ekonomik yapıyı meydana getirmiştir. Öncelikli olarak gelişmiş ülke ekonomilerinde başlayan ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine de bulaşan küreselleşme eğilimi, finansal alan içerisinde yeni aktörlerin ve yapıların oluşmasına neden olmuştur.

Bu gelişmelerden yola çıkarak, finansal liberalizasyon uygulamalarının oluşturduğu değişiklikler araştırma konusunun oluşmasına neden olmuştur. Bu bağlamda çalışmamızın temel konusu; 1980 yılı sonrası OECD ülkelerinin finansal liberalizasyon sürecinin ekonomik büyümelerine nasıl yansıdığını analiz etmeye çalışmaktır. Bu amaç doğrultusunda 1980 sonrasındaki ekonomik büyüme rakamları, OECD ülkeleri için kararsız bir seyir izlemiştir. Tüm bunlara paralel olarak reel ve mali ekonomiye yönelik temel değişkenler, ekonomik büyümenin üzerinde etkisini göstermişlerdir. Bundan dolayı reel ve mali ekonomiye yönelik bazı değişkenlerin ekonomik büyüme ile olan etkileşimlerinin ekonometrik bir model ile analiz edilmesi büyük bir önem taşımaktadır.

Bu çalışmanın amacı; finansal liberalizasyon sürecinin seçilmiş OECD üye ülkelerinin ekonomik büyümeleri üzerinde meydana getirdiği ilişkiyi panel veri yöntemiyle analiz etmeye çalışmaktır. Çalışma 1980-2019 dönemlerini kapsayan yıllık verilerden oluşmakta olup bağımsız değişken olarak seçilmiş OECD üye

lkelerinin GSYİH büyüme verileri kullanılmış ve geniş tanımlı para arzı (% GSYH), zel sektöre verilen yurtiçi kredi (% GSYH), brüt sabit sermaye oluşumu (% GSYH), doğrudan yabancı yatırım (% GSYH) olmak üzere toplamda 4 bağımlı değişken modele dahil edilmiştir.

Çalışmamız 3 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde finansal liberalizasyon kavramı, kapsamı, ortaya çıkışı ve finansal liberalizasyonun gelişimine katkı sağlayan etmenlerden bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde finansal liberalizasyonun büyüme üzerine olan etkisi anlatılmış ve iktisadi büyüme modelleri ele alınmıştır. Çalışmanın nc bölümünde ise, ülkelere ve ülke gruplarına yapılan ampirik ve teorik literatür çalışmalarından bahsedilerek analizimizde kullandığımız yöntemlerin teorik kısmı anlatılmış, devamında da yapılan analizler doğrultusunda finansal liberalizasyon sürecinin seçilmiş OECD lkelerinin ekonomik büyüme oranları üzerinde meydana getirdiği etki test edilerek elde edilen bulgular yorumlanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın sonuç bölümünde ise elde edilen bulgular doğrultusunda, seçilmiş OECD lke ekonomileri üzerinde finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik büyümeye olan yansımaları yorumlanmıştır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **FINANSAL LIBERALİZASYON KAVRAMININ TEORİK ÇERÇEVESİ**

Çalışmanın bu bölümünde, finansal liberalizasyon kavramından bahsedilerek teorik çerçevede değerlendirilmektedir. Bu kapsamda öncelikli olarak finansal liberalizasyonun tanımsal ifadesi anlatılmakta, sonrasında kapsamından bahsedilerek, finansal liberalizasyonun gelişiminde etkili olan faktörler ele alınmaktadır. Devamında finansal liberalizasyonun teorik temelleri üzerinde durulup bu sürecin ortaya çıkışına ve gelişimine katkı sağlayan faktörlerden bahsedilmektedir.

#### **1.1.Finansal Liberalizasyon Kavramı, Kapsamı, Teorik Temelleri ve Etkileri**

1970’li yılların başlarında regülasyon temeline dayanan finansal yapı; faiz hadlerinin artış göstermesi, dalgalı döviz kuru sistemine geçiş, değişken faizli tahvil ve krediler, dış ticaretteki finansmanların öneminin artması, kur risklerini azaltmak amacıyla oluşturulan swap, opsiyon ve future gibi işlemler finansal araçlarda meydana gelen gelişmelerden dolayı aksaklık göstermeye başlamıştır. Bu gelişmelerle birlikte regülasyonun sık olduğu ülkelerde, finansal kesimin rekabet gücünde bir azalma meydana gelmiştir. Bunlara ek olarak finans kesimindeki kısıtlamaların kaldırılmasına yönelik lobi faaliyetleri uygulamalarına geçilmiştir. “Finansal liberalizasyon” kavramı böyle bir ortamda ortaya çıkarak gelişmiş ve 1970 yıllarının ikinci yarısı ve devamında da 1980’li yıllarda daha çok hız kazanarak günümüze kadar gelmiştir (Ongun, 1993: 39).

##### **1.1.1.Finansal Liberalizasyon Kavramı**

Serbestlik olarak da adlandırdığımız finansal liberalizasyon kavramı; malın, hizmetin, sermayenin ve kişinin ülkeler arasındaki serbest dolaşımının engellendiği ve rekabetin negatif yönde etkilendiği ulusal kısıtlamaların ortadan kaldırılması şeklinde tanımlanan “liberalizasyon” sürecinin; finansal, ticari ve siyasal-yönetmelik liberalizasyon kavramlarından birini oluşturmaktadır (Mangır, 2006: 4; Emsen vd., 2006: 2).

Finansal liberalizasyon kavramıyla ilgili literatürde çok fazla tanım vardır. Ronal I. McKinnon finansal liberalizasyon tanımlamasıyla literatüre önemli katkıda

bulunmuştur. Bu tanımlama daha sonra pek çok yazar tarafından ele alınarak incelenmiştir.

McKinnon 1973 yılında finansal liberalizasyon kavramını şöyle açıklamıştır: üretim ve tüketim malları ilk başta gerekli olarak nitelenmekte ve devamında ise daha az gerekli olarak görülen tüketim malları üzerine konulan tarifelerin kaldırılması, ithalat kontrolleri ve uluslararası rekabetin bilincindeki yerli endüstriler ve yine devamında bebek endüstrilerdeki engellerin kaldırılmasıdır. İkinci bir tanımlama olarak da dış ticaretteki liberalizasyon süreci ile birlikte dış yatırımların ya da dış kredilerin gelmesidir (McKinnon ve Ronal, 1973: 4). McKinnon ticari liberalizasyondan hareketle yola çıkmış ve finansal liberalizasyonu açıklayarak kendinden sonrakilere ışık tutmuştur.

Kaminsky ve Schmukler 2003 yılında finansal liberalizasyonu; bir ülkedeki hisse senedi piyasalarının, hisse senedi piyasası haricinde sermaye hareketlerinin ve yerli finansal piyasalarının üzerindeki kısıtlamaların kaldırılarak serbestleşmesini finansal liberalizasyon şeklinde tanımlamışlardır (Kaminsky ve Sergio, 2003: 2).

Stablings ve Studart 2006 yılında finansal liberalizasyonu, devletin kısmen veya tam anlamıyla ülke içerisindeki finansal ortamda uygulamış olduğu kotaların ortadan kaldırılarak, ekonomik aktiviteleri meydana getiren tarafların finansal işlem aşamasında fiyat, hacim ve zamanlama açısından kendi kararlarını verebilmelerine olanak sağlanması şeklinde açıklamışlardır (Stablings ve Studart, 2006: 23).

Williamson ve Mahar'da 2002'de yapmış oldukları çalışmalarında finansal liberalizasyonu dar ve geniş anlamda 2 farklı şekilde açıklamışlardır. Dar anlamdaki açıklamaları doğrultusunda finansal liberalizasyon, mevduat faiz oranları ve krediler üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıdır. Geniş anlamdaki finansal liberalizasyon kavramını ise; farklı niteliğe sahip olan kurumların faaliyetlerini ayıran kısıtlamaların, döviz kontrollerinin düşürülmesi veya tam anlamıyla ortadan kaldırılması, ulusal olan firmaların yabancı finansal piyasa içerisine girmelerine izin verilmesi, yabancı olan kuruluşların da ulusal finansal sistem içerisine girişlerindeki kısıtlamaların azaltılması ve finansal karların üzerindeki yüksek oranlı vergilendirme sistemlerinin düşürülmesidir (Williamson ve Mahar, 2002: 9).

Birden fazla finansal liberalizasyon tanımlamaları ortak bir çatı altında toplanarak en genel ifade ile şöyle açıklanabilir; finansal liberalizasyon, gelişmiş



ülkelerin, hükümetlerin uluslararası alanda yapmış oldukları finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine yönlendirebilmek niyetiyle finans ve banka sektörlerinin üzerindeki kısıtlama ve denetimlerin önemli şekilde minimum seviyeye indirildiği veya tamamen ortadan kaldırıldığı deregülasyon uygulamaları ve ekonomik faaliyetlerin uluslararası sermaye akımlarına açılma aşaması veya sürecidir (Durusoy, 2000: 16-17).

Finansal liberalizasyon kavramına ilişkin yapılan bu genel tanımlama tam anlamıyla liberalleşmiş finansal piyasaları ifade etmemekte ve piyasaların tam olarak liberalleşmesi anlamına gelmemektedir. Temel anlamda finansal liberalizasyon kavramı, finansal baskılamalardan diğer bir ifade ile finansal sınırlamalardan sıyrılmış olan bir sistemi anlatmaktadır. Fakat kamu, finansal liberalizasyon süreci içerisinde piyasa zayıflığının veya yanlışlığının olduğu bir durumda sisteme müdahale edebilmektedir (Balkanlı, 2006: 74-75). Örnek verecek olursak; finansal liberalizasyon faiz oranları ya da finansal aracı kimseler tarafından talep edilen veya kazanılmış olan finansal işlemler üzerinden alınan komisyon oranlarındaki kontrol ve kısıtlamaların düşürülmesi veya tamamen ortadan kaldırılması anlamına gelmesine rağmen pratiğe gelince bu süreç hiçbir şekilde, faiz oranlarındaki aralığın büsbütün piyasa mekanizması tarafından belirlendiği anlamını taşımaz. Merkez Bankası (MB), bankacılık sistemine borç verildiğinde uygulanan banka faizi veya iskonto oranını ayarlamak üzere ya da açık piyasa işlemleri (APİ) aracılığıyla bu oranın yapısını etkiler veya yönetir (Chandrasekhar, 2005: 291-292). Tüm bunlardan hareketle finansal liberalizasyon kavramını, bir yandan faiz oranlarının serbest bırakılması diğer yandan mali baskılamasının tamamen kaldırılması, sermaye üzerindeki denetim kontrollerinin serbestleşme yönündeki reform yapılandırılmalarının yapılması, Merkez Bankası'nın operasyondaki prosedürlerinin değişmesi, karma nitelikteki finansal kurumların ve finansal ürünlerin gelişme süreçleri ve bankacılık sektörünün girişindeki kısıtlama şartlarının ortadan kaldırılarak serbest bırakılması şeklinde açıklamak doğru olacaktır (Ayogu vd., 1998: 92).

### **1.1.2.Finansal Liberalizasyonun Kapsamı**

Finansal liberalizasyon kavramını açıklarken; iç piyasaların liberalizasyonunu “iç finansal liberalizasyon” ve dış piyasaların liberalizasyonunu da “dış finansal

liberalizasyon” şeklinde 2 ana alt başlığa ayırarak açıklamak daha doğru olacaktır (Mishkin, 2006: 53).

### **1.1.2.1.İç Finansal Liberalizasyon**

İç finansal liberalizasyonu tanımlayacak olursak; bir ülke ekonomisinde yurtiçi para türünden borç ve alacak arasındaki ilişkiler ve varlık tutma kararları ile ilişkili kurumsal yapıdaki miktar ve fiyat kotalarının tamamen kaldırılması veya bu kısıtlamaları daha ılımlı hale getirilmesidir (Mangır, 2008: 10). Diğer bir ifade ile nominal faiz oranlarının hükümet yerine bankalar tarafından tespit edilmesi ile faiz oranlarının arz ve talep çerçevesi içerisinde para piyasasında belirlenmesi hali, ülke içerisinde finansal daralmanın oluşmasına neden olan kontrol ve kısıtlamaların kaldırılması için atılan ilk adım olarak görülmesi ifadesini iç finansal liberalizasyon şeklinde tanımlamak mümkündür (Arouri, 2010: 31).

Bu tanımlar dahilinde iç finansal liberalizasyon kavramı genel anlamda aşağıdaki maddelerin tamamını ya da bir kısmını oluşturmaktadır (Ghosh, 2005: 2);

- Devletin kamu bankalarında özelleştirilmeye gidilmesi ve finansal aracılık faaliyetlerinden geri çekilmesi,
- Faiz veya getiri oranları üzerindeki mevcut kontrollerin tamamen kaldırılması ya da bu kontrollerde azaltılmaya gidilmesi,
- Finansal birimlerin üstlenmiş oldukları yatırımların üzerindeki denetlemelerin azaltılması ve özellikle bankacılık ve bankacılığın yanı sıra bankacılık dışındaki faaliyetlerin arasındaki engellerin kaldırılması,
- Yatırımcılar ve firmaların finans piyasalarına girişlerinin daha kolay hale getirilmesi,
- Mevcut sistemin içerisinde kullanılan finansal araçların farklı türlerini yöneten normlarda liberalleştirilmeye gidilmesi ve
- Hem firmaların hem de finansal birimlerin fonlara ulaşmasına olanak tanıyan araç ve kaynakların çoğaltılmasıdır.

İç finansal liberalizasyon kavramı için tanımlanan bu açıklamalar ve uygulamalar dar anlamda ele alındığında ilk olarak mevduat faiz oranlarına yönelik yapılan kısıtlamaların kaldırılması ve bu durum sonucunda da faiz oranlarının artırılması anlamına gelirken, geniş anlamda ele alındığında ise iç finansal

liberalizasyon süreci ile birlikte ekonomi içerisinde yeni finansal araçların oluştuğu ve ortaya çıkan bu yeni finansal araçların yönetimine imkan tanıyacak olan kurumsal düzenlemeler anlamına gelmektedir (Saygılı, 2001: 168).

### **1.1.2.2.Dış Finansal Liberalizasyon**

Dış finansal liberalizasyon, ülke içerisinde yaşayan yerleşik kişilerin yabancı para türünden varlık elde etme ve borç altına girmelerini, yerleşik olmayan kişilerin ise ulusal finansal sistem içerisinde faaliyet göstermelerini kolaylaştırıcı politika bütünlerinden meydana gelmektedir. Dış finansal liberalizasyon kavramını daha geniş bir ifade ile tanımlayacak olursak; ülke içerisindeki yerleşik kişilere yurtdışındaki piyasalara sermaye transferi yapabilme ve yurtdışı piyasalarında finansal varlık elde edebilme, yine yerleşik kişilere yabancı para türünden finansal işlem yapabilme ve yerleşik olmayan kişilere ulusal olan piyasalar içerisinde yatırım yapabilme, özel şirketlere uluslararası olan piyasalar içerisinde borçlanabilme hakkı veren uygulamalar anlamına gelmektedir (Esen, 2000: 5).

Dış finansal liberalizasyon kavramının en önemli faktörünü doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişleriyle birlikte, kısa vadeli spekülatif sermaye ve portföy yatırımları girişlerinin de serbest hale gelmesi oluşturmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2005: 217). Yabancı sermaye yatırımlarının dış finansal liberalizasyon içerisinde sahip olduğu bu önem, bu kavramın genel olarak yalnızca sermaye hareketlerinde serbestleştirilmeye gidilmesi şeklinde anlaşılmasına sebep olmaktadır. Fakat dış finansal liberalizasyon kavramı, sermaye hareketlerinde serbestleştirilmeye gidilmesinin yanısıra ülke içerisinde yaşayan yerleşik kişilerin yabancı paralar türünden bütün işlemleri yapabilmelerine de imkan tanıyan daha geniş kapsamlı bir kavram anlamına gelmektedir (Saygılı, 2001: 169).

İç ve dış finansal liberalizasyon kavramlarıyla ilgili yapılan açıklamalardan da görüldüğü üzere iç finansal liberalizasyon dar kapsamlı finansal liberalizasyon kavramı anlamına gelirken, iç ve dış finansal liberalizasyon kavramlarının bütünü ise geniş kapsamlı finansal liberalizasyon kavramı anlamına gelmektedir.

### **1.1.3.Finansal Liberalizasyonun Tarihsel Analizi ve Gelişimine Katkı Sağlayan Faktörler**

Uluslararası finansal sistemin gelişimi tarihsel süreç içerisinde iki farklı dönemsel periyoda ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi; I. Dünya Savaşı'ndan başlayıp 1970'li yıllara kadar ki süreci ifade eden ve bu süreç aralığında finansal baskıların hakim olduğu "finansal kontrol sistemi", ikincisi ise 1970'li yıllardan sonraki dönemi ifade eden finansal baskıların ortadan kaldırıldığı "finansal liberalizasyon sistemi"dir (Akgeyik ve Yavuz, 2008: 39). Devletin iktisadi faaliyetler üzerinde ağırlığını oluşturduğu finansal kontrol sistemi, yüksek büyüme seviyelerine ulaşılmışından dolayı "Altın Çağ" dönemi olarak da adlandırılmaktadır (Crotty, 2000: 362; Rodrik, 2000: 64). Altın Çağ olarak adlandırılan bu dönemde döviz kuru, sermaye akışı, faiz oranları ve sermaye piyasası üzerinde oluşturulan kontrollerin sayesinde finansal piyasalar üzerinde oluşturulan bir baskı durumu söz konusudur. Bahsedilen bu finansal baskı durumu, 1970 yıllarının başlarında mevcut finansal sistemin zayıflamasına ve bu zayıflamayla birlikte yatırım ve tasarruflarda görülen yetersizliğe sebep olarak on yıllık geçiş sürecinin ardından yerini finansal liberalizasyon sistemine bırakmıştır (Das, 2004: 52).

1970 yıllarının başlarında finansal kontrol sistemi yerini finansal liberalizasyon sistemine bıraktığında, bu geçişin sağlanmasındaki tüm bu olumsuzlukların yanında uluslararası kapsamda yaşanan bazı teknolojik ve ekonomik gelişmeler de bu sürecin oluşmasına ciddi anlamda önemli katkılar sağlamıştır. Finansal liberalizasyonun geçiş sürecine katkı sağlayan gelişmeleri aşağıda ifade edildiği gibi 3 başlık altında incelemek mümkündür (Kılıç, 2011: 10).

- Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü,
- Bilgisayar, telekomünikasyon teknolojilerinde yaşanan gelişmeler,
- Uluslararası kuruluşların değişen mevcut rolü,

#### **1.1.3.1.Bretton Woods Sistemi'nin Çöküşü**

II. Dünya Savaşı'ndan sonra bozulan altın para sistemi yerine başka seçenek bulmak için 1-22 Temmuz 1944 yıllarında ABD'nin New Hampshire Eyaleti'ne bağlı küçük bir belde olan Bretton Woods kasabasında bir araya gelen Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı'nda Bretton Woods Para Sistemi'nin ana temel

taşları atılmıştır. Bu yeni para sistemi “Altın Kambiyo Standardı” olarak da adlandırılmakla beraber yeni para sisteminin esası, kapitalist dünya sistemi içerisinde ABD’nin dünya altın stoklarının büyük bir bölümünü elinde tutmasıyla ilişkilidir. ABD’nin bu sistem içerisindeki önemli üstünlüğe sahip olması, uluslararası alanda yapılan işlemlerde ABD dolarının işlem görmesi fakat doların belirli bir oran üstünden altına dönüştürülebilir olmasına dayanmaktadır (Öztürk, 2007: 46). Dönüştürülebilir bu oran, 1 ons altına karşılık 35 ABD doları şeklinde belirlenmiştir. Sistemlerindeki ekonomilerinde ödemeler bilançolarında açık veren ülkelere, Uluslararası Para Fonu’nun (IMF) vermiş olduğu izne bağlı kalarak %10 oranına kadar devalüasyon yapabilme yetkisi verilmiştir (Şişman, 2008: 68).

Yeni para sistemi içerisindeki bu işleyiş şekli ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrol özelliğine bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler (GOÜ), sermaye hareketleri denetlemelerine yönelik farklı politikalar oluşturmaya çalışmışlardır. Doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy hareketleri ve kredi, para ve sermaye malları hareketlerini sınırlandırmayı hedefleyen düzenleyici politikalar uygulama içerisinde iki farklı biçimde meydana gelmiştir. Bunlar; doğrudan sermaye denetlemesiyle ilgili araçların kullanılması ya da şubeleşmeye dönük kısıtlamalar, faiz oranlarının tanımlanması, vergi politikaları, kredi ile kur düzenlemeleridir. Uygulanmaya başlanılan finansal baskı politikaları, rasyonel harici politik davranış ve tutumları teşvik eden bir kültürün doğmasına sebep olduğundan dolayı beklenen sonuçları oluşturmamıştır (Akgeyik, 2009: 39).

Geçen süre zarfı içerisinde Japonya ve Almanya başta olmak üzere diğer kapitalist güçlerin önemli derecede sınai alanda bir büyüme içerisine girmeleri, ABD doları karşısında Japon Yeni’nin ve Alman Markı’nın birer güçlü iki para birimi şeklinde ortaya çıkmasına sebep olmuş ve Soğuk Savaş sebebi ile ABD’nin hızlı bir şekilde yükselen dış açıkları ve askeri harcamaları Bretton Woods Sistemi’ni kısa bir süre sonrasında krize sürüklemiştir (Şişman, 2008: 68-69). Tüm bu gelişmeler beraberinde 1971 yılının Ağustos ayında sabit kambiyo kuru sisteminin çökertilmesine neden olan Nixon Şoku’nun oluşmasına sebep olmuştur. Nixon yönetimi tek taraflı bir şekilde doların altına dönüştürülmesi olayını sonlandırarak kur değerlerini değiştirmemeleri halinde Japonya ve Almanya’dan yapılan ithalat oranlarına ilave vergi uygulamakla tehdit etmiş ve bu durum “şok” şeklinde

isimlendirilmiştir. “Şok” olarak isimlendirilmesinin nedeni de, Nixon yönetiminin bu açıklamayı yapmadan evvel uluslararası olan topluluklara özellikle de Japonya ve Almanya’ya danışmamasıdır. IMF sabit kambiyo kuru sistemini tekrardan meydana getirmek amacıyla bir girişime kalkışmış, fakat Bretton Woods Sistemi 1973 yılının başlarında bütünüyle çökmüş ve uluslararası paralar bütünüyle dalgalanmaya bırakılarak dünya ekonomisinin çoğunluğu esnek kambiyo kuru sistemine geçiş yapmıştır (Cargill ve Sakamoto, 2008: 59).

II. Dünya Savaşı sonrasında kapitalist ekonomilerde hemen hemen çeyrek asır devam eden hızlı büyüme ve refah süreci, 1971 senesinde dolar-altın ilişkisinin kopmasıyla birlikte sona ermiş ve Bretton Woods Sistemi çökmüştür. 1929 senesinde başlayan ve 1930’lu yıllarla birlikte hız kazanan ekonomik krizden, gelişmiş kapitalist ülke ekonomileri, devletin yapmış olduğu düzenlemeler ve devletin ekonomiye müdahalesini esas alan Keynesyen politikalar sayesinde kurtulmuştur. Fakat bu defa krizin çözüm yolu müdahale ve baskı oluşturan politikalarla değil, tüm bunların tam tersi olan liberal politikalar içerisinde aranmıştır. Çünkü bu defa kamu otoritesi, ekonomiye çok müdahale eden ve piyasa üzerinde baskı oluşturan dolayısıyla ekonomik krizin oluşmasına neden olan suçlu olarak görülmüştür. Bundan dolayı, 1970 yılının ikinci yarısından sonra Bretton Woods Sistemi’nin baskıcı otoriter politikalarından vazgeçilerek serbestleşme yani liberalizasyon, piyasalara yoğunluk verme, düzenlemelerden-kısıtlamalardan vazgeçme (deregülasyon), rekabeti ön planda gösterme ve özelleştirme doğrultusundaki politikalar uygulama alanı bulmaya başlamıştır (İnsel ve Sungur, 2003: 2).

### **1.1.3.2. Teknolojik Gelişmeler**

Bilgisayar ve telekomünikasyon teknolojileri üzerinde oluşan gelişmeler dünyanın kurumsal yapısında önemli değişimlere yol açmıştır. Bahsedilen alanlardaki gelişmeler ilk olarak 1950 ve 1960 yıllarında yaygın bir şekilde kamu içerisinde kullanılmaya başlanmış fakat yavaş yavaş özellikle de finans alanındaki işlemlerinin yürütülmesine ilişkin olarak geliştirilmiştir. Bu gelişmelerin henüz yaşanmadığı süreçten önce; fiziki mesafelerin sebep olduğu engeller ve oldukça yüksek maliyetler, ülkeler arası ekonomik ilişkilerdeki aksaklıklara, bilgi ve teknoloji aktarımının kısıtlanmasına neden olurken, 1970-80 yıllarında bilgisayar teknolojileri

üzerinde oluşan hızlı gelişmeler bilgisayarların boyutunun küçülmesine ve bunun yanı sıra var olan araçların kullanım maliyetlerinin de azalmasına yol açmıştır. Bilgisayar teknolojileri içerisinde oluşan bu ilerlemeler birçok işlemde, özellikle de finans işlemleri üzerinde önemli bir etki yaşanmasına neden olmuştur. Bu ilerlemeler yalnızca düşük hesap yapma imkanını ve bilgisayarda depolama konusunda verimin çoğalmasını sağlamamış, tüm bunlara ek olarak yeni finans varlıklarının ortaya çıkması konusunda yardımcı olunmuş, bağlayıcı olan normların karı kısıtlaması engellenerek tekrardan kurumsal yapılanmanın maliyeti düşürülmüş ve finans işlemlerinin önündeki mesafe engelini kaldırılmasıyla birlikte finansın hem ulusal hem de uluslararası piyasalar içerisindeki dolaşımı serbestlik kazanmıştır. Zaman içerisinde telekomünikasyonda yaşanan gelişmeler bilgisayar teknolojilerindeki gelişmelerle birleşmiş ve hem ulusal hem de uluslararası finansın oluşmasına yol açarak, dünya genelinde 7/24 çalışan finans sisteminin kurulmasına imkan tanımıştır. Telekomünikasyon ve bilgisayar alanlarında yaşanan bu ilerlemeler, yerel, ulusal ve uluslararası finans piyasaları içerisindeki ayrımları ve zaman dilimlerindeki farklılıkları yok ederek finansal liberalizasyonun ilerlemesi ve finansın demokratikleşmesi konusunda ciddi katkılar sağlamıştır (Cargill ve Sakamoto, 2008: 62-63).

### **1.1.3.3.Uluslararası Kuruluşların Değişen Rolü**

İkinci Dünya Savaşı henüz bitmeden sanayileşmiş ülkeler Bretton Woods Konferansı'nda (1944) toplanarak, Bretton Woods ikizleri şeklinde de bilinen IMF ve Dünya Bankası (DB) ikilisini kurmuşlardır. Kurulan Fon'un amacı, Avrupa ülkelerindeki ekonomilerin kısa dönemli borç ihtiyaçlarını tedarik etmek ve bu nedenden dolayı parasal istikrarı sağlamakta kısıtlandırılmışken, Batı Avrupa ülkelerinin tekrardan yenilenmesine ilişkin faaliyetlerde bulunma görevi Dünya Bankası'na verilmiştir (Soyak ve Bahçekapılı, 1998: 49).

Birinci petrol şokuna kadar IMF gelişmiş ülkelerle ilgilenirken, Dünya Bankası geliştirmekte olan ülkelerin kalkınma sorunları ile ilgilenecekti. Fakat yaşanan petrol şokundan sonra geliştirmekte olan ülkelerde meydana gelen acil finansman talebi, bu iki kurumun görevlerinin birbirine karışmasına sebep olmuş ve ikinci petrol şokundan sonra da sürekli tekrarlanan Stand-by anlaşmalarıyla beraber IMF'in

düzenleyici rolü artık daha belirgin hale gelmiştir. Dünya Bankası ve IMF yaşanan bu gelişmeler ile beraber, kredi alabilmek için kendilerine başvuran ülkelere ön koşul olarak yapısal uyum politikalarını sunmaya başlamışlardır. Bu yapısal uyum politikaları, kamu harcamalarındaki öncelik sıralamasının tekrardan oluşturulması ve kamu harcamalarında kesintiye gidilmesi, mali disiplin, faiz oranlarının serbestleştirilmesi ve para politikası araçlarında tekrardan düzenlemeye gidilmesi, ithalatta serbestleşme uygulamaları, rekabetçi döviz kuru, ihracatın artırılması için özendirilme uygulamaları, yabancı sermaye yatırımları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, devalüasyon, finansal piyasalar önündeki tüm kontrollerin ortadan kaldırılması, özelleştirme, mülkiyet hakları, vergi reformları ve tarım sektörüne tanınan desteklerdeki uygulamaların tamamen kaldırılması veya bu uygulamalarda kısılmaya gidilmesi gibi finansal ve yapısal bağlamda liberal olan politikaları kapsamaktadır (Williamson, 2008: 16-17).

Dünya Bankası ve IMF'in uyguladığı oldukları bu politikalar geliştirmekte olan ülkeleri daha çok liberal politikalar uygulamaya sürüklemiştir. Dünya Bankası'nın ve IMF'in geliştirmekte olan ülkelere bu türdeki liberal politikalar uyguladığının ardında yatan baskıların iki ciddi nedeni vardır. Bu nedenlerden ilki, geliştirmekte olan ülkelerin mevcut haldeki dış borçlarının, açık pazarlarda önceden belirlenen şartlarda tekrardan finanse edilmesine imkan sağlamaktır. İkinci neden ise, sermaye hesabında liberalleşmeye gidilmesi ile ulusal ekonomileri uluslararası olan finansal işlemlere açık bir şekilde bürümektir (Paincheira, 2009: 9). Bu iki önemli nedene bağlı olarak uluslararası olan kuruluşların görev tanımları ve uyguladıkları politikalarda özellikle de birinci petrol krizi sonrasında oluşan bu farklılık, 1980 ve 1990 yıllarında finansal liberalizasyon sürecine ciddi anlamda faydalar sağlamıştır (Cohen, 2004: 63; Chwieroth, 2010: 160-161).

1970 yıllarının ortalarından başlayarak uluslararası kuruluşlardaki değişen rollerle birlikte, finansal piyasaların uluslararası rekabete girdikten sonra finansal hizmetler kapsamında gerçekleşen rekabetin çoğalması, finansal araçlardaki çeşitliliklerde gözlemlenen yüksek artış, yeni ve kurumsal olan yatırımcıların finans alanı içerisindeki piyasalarda hem rollerinin hem de ağırlıklarının artması konuları finansal liberalizasyonun oluşmasında önemli olan diğer uluslararası alandaki gelişmeleri kapsamaktadır (DPT, 1995: 23).



Finans piyasalarının çoğunluğunda yaşanan bu gelişmelerle birlikte ülkelerin, kaynak dağılımı ve kullanımında etkinlik, yatırım ve tasarruflarını daha fazla arttırma, finansal piyasalardaki gelişimin desteklenmesi ve riskin çeşitlenmesiyle beraber minimize edilmesi ile ilgili istekleri finansal liberalizasyonun oluşmasında önemli olan diğer etkili unsurları içermektedir (Özdemir ve Sever, 2004: 37).

Ulusal ve uluslararası seviyede yaşanan bu gelişmeler doğrultusunda finans sistemi, 1970 yıllarının başlarında öncelikli olarak gelişmiş ülkeler olmak üzere 1980 yıllarının başlarında da gelişmekte olan ülkelerde daha liberal bir yapıya bürünmüştür (Kılıç, 2011: 15).

#### **1.1.4.Finansal Liberalizasyonun Teorik Çerçevesi**

Finansal liberalizasyonla ilgili literatüre baktığımızda konu ile ilişkili olmak üzere beş temel teorik yaklaşımın olduğu görülmektedir. Bu beş temel teorik yaklaşımları sıralayacak olursak (Toprak, 1996: 111);

- Neo-Klasik Yaklaşım
- Yapısalcı Yaklaşım
- Neo-Keynesyen Yaklaşım
- Post-Keynesyen Yaklaşım
- Spekülatif Gelişme Modeli

Yukarıda belirttiğimiz teorik yaklaşımlar, finansal liberalizasyonu açıklamak adına oldukça önemlidir.

##### **1.1.4.1.Neo-Klasik Yaklaşım**

Finansal küreselleşmenin oluşmasında ciddi anlamda itici güç olan finansal liberalizasyon kavramının teorik bir çerçeveye bürünmesinde, 1980’li yıllarda egemen olmaya başlayan Neo-Klasik Yaklaşım’ın rolü oldukça önemlidir (Durusoy, 2000: 18).

Finansal liberalizasyon kavramı teorik anlamda ilk olarak 1973 yılında Neo-Klasik Yaklaşım çatısı altında, temel taşları Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi’ne dayanan Mc Kinnon-Shaw Hipotezi ile birlikte anlatılmıştır. Finansal liberalizasyon kavramı bu sebepten dolayı Neo-Klasik Yaklaşım ismi içerisinde incelenirken, ilk olarak ödünç verilebilir fonlar teorisi incelenecek ardından da ödünç verilebilir fonlar

teorisinden türeyen ve Neo-Klasik Yaklaşım'ın finansal liberalizasyonun teorik temel taşlarının oluşmasında büyük etkisi olan Mc Kinnon-Shaw Hipotezi açıklanacaktır (Kar vd., 2008: 202-203).

#### **1.1.4.1.1.Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi**

Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi (Theory of Loanable Funds), D. Robertson isimli iktisatçı başta olmak üzere 1940 yılında iktisatçıların parasal ve reel faiz teorilerinin sentezinden, genel anlamda bir faiz teorisi oluşturma çabaları sonucunda meydana gelmiştir. Bahsedilen teoriye göre faiz oranı, ödünç verilebilir fonlar piyasası içerisinde ödünç verilebilir fon talebine ve arzına göre şekillenir. Ödünç verilebilir fonlar piyasası içerisinde şekillenen fonların arzı; sabit sermaye kullanımından ve bir önceki kullanımdan serbest kalmış olan fonlar, dönem esnasında oluşan net tasarruflar, Merkez Bankası'nın yaratmış olduğu paradan sonra bankaların net kredi arzı artışı ve gömülenmiş fonlarda net çözülmesinden oluşmaktadır. Ödünç verilebilir fonlar piyasası içerisinde şekillenen fonların talebi ise; mevcut sermaye yatırımlarının yenilenmesi ve korunması amacı doğrultusunda gerçekleştirilen fon talebi, yeni döner ya da sabit sermaye yatırımları amacıyla oluşturulan fon talebi, cari gelirden daha fazla olan tüketim harcamalarını finanse edebilmek için oluşturulan fon talebi ve likit şekilde bir başka deyişle gömülenme doğrultusunda oluşturulan fon talebinden oluşmaktadır (Şahin, 1997: 459-460).

Fon arz eden taraflar gelirlerini hem bugünkü hem de gelecekteki tüketimleri arasında faydalarını maksimum seviyede tutacak şekilde dağıtmaktadırlar. Pozitif şekilde olan bir faiz oranı bireylere gelecek zamanda bugünkünden daha yüksek tüketim yapabilme imkanı oluşturacağı için faiz oranlarında gerçekleşen bir yükselme sonucu fon arz eden taraflar gelirlerini daha çok tasarruf edecek yani gelecekteki tüketimlerini daha çok tercih etmiş olacaklardır. Bu durum ödünç verilebilir fon arzının faiz oranı ile doğru yönlü bir ilişki içerisinde olduğunu ortaya koymaktadır. Fon talep eden taraflar ise yapmış olacakları yatırımlarda kar maksimizasyonunu hedeflemektedirler. Fon talep eden taraflar, yapmış oldukları yatırımlardan umdukları getiri oranı yatırım maliyetini geçtiği sürece yatırımlarını sürdürmeye devam ederler. Yatırımın maliyeti ise faiz oranıyla ilişkilidir. Faiz oranında gerçekleşen bir yükselme sonucu yatırımın maliyeti artacağı için yatırım

oranında bir azalma gerçekleşecektir. Bunun tam tersi ise yatırım oranlarının artmasına neden olacaktır. Özetle yatırım oranları tasarrufların tam tersi bir şekilde faiz oranları ile ters yönlü bir ilişki içerisinde (Yıldırım ve Karaman, 2003: 125).

Ödünç verilebilir fonlar piyasası içerisinde faiz oranı dendiği zaman düşünülmeye gereken oran reel faiz oranıdır. Bahsedilen faiz oranı Fisher Denklemi olarak da bilinir ve aşağıdaki şekilde ifade edilir:

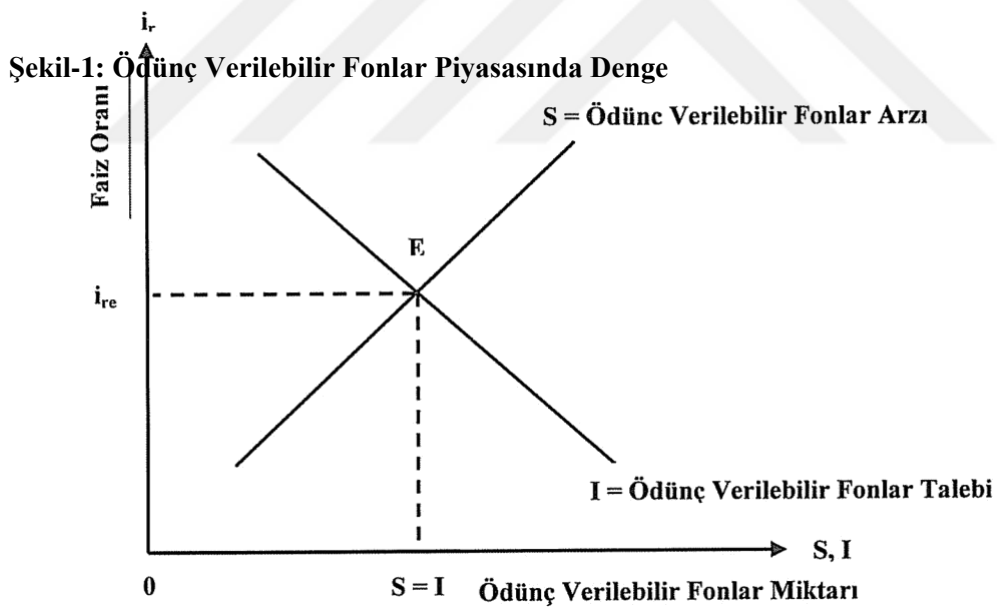
- Nominal faiz oranı ( $r$ )=Reel faiz oranı( $r^e$ )+Beklenen enflasyon oranı( $n^e$ )

Bu eşitlikten hareketle;

- Reel faiz oranı ( $r^e$ )=Nominal oran ( $r$ )-Beklenen enflasyon oranı ( $n^e$ )

Şeklinde hesaplanır (Parasız, 1997: 73).

Ödünç verilebilir fonlar talebi ve ödünç verilebilir fonlar arzına göre şekillenen ödünç verilebilir fonlar piyasasındaki reel faiz oranının oluşumu Şekil-1'de verilmiştir.



Kaynak: Orhan ve Erdoğan, 2007: 142.

Şekil-1.'de görüldüğü üzere, tasarrufun (S) ve yatırımların (I) diğer bir ifade ile sırasıyla ödünç verilebilir fonlar arzı ile ödünç verilebilir fonlar talebinin eşit olduğu

E noktası üzerinde denge reel faiz oranı ( $i_{re}$ ) tespit edilerek ödünç verilebilir fonlar piyasası denge noktasına gelmektedir.

Ödünç verilebilir fonlar piyasasındaki denge faiz oranı, fon talebinde meydana gelen değişmelere (kamu harcamalarında oluşan değişmeler, yatırım karlılığı üzerinde gözlemlenen değişmeler, öz finansman imkânlarındaki değişmeler ve fiyatlarla alakalı beklentiler) ve fon arzında meydana gelen değişmelere (faiz ve fiyatlar ile ilişkili beklentiler, vergi politikaları ve gelir ve servet seviyesi gibi) bağlı bir şekilde farklılık göstermektedir. Gelir ve servetin yükselmesi tasarruf oranlarını arttırarak beraberinde fon arzında bir genişlemeye neden olup fon arz eğrisini sağa kaydırmaktayken, fiyatlar seviyesindeki bir artış beklentisi tasarruf oranlarını azaltarak fon arzında bir daralma yaşanmasına ve devamında fon arz eğrisinin sola kaymasına sebep olmaktadır. Karlılık oranının yükselmesi ve enflasyonist beklentilerin artması gibi faktörler fon talebi üzerinde bir genişleme oluşturarak fon talebi eğrisinin sağa kaymasına yol açarken, öz finansman imkânlarındaki genişleme ve konjonktürün daralması gibi değişmeler fon talebini daraltarak fon talebinin sola kaymasına sebep olacaktır. Ödünç verilebilir fonlar talebinde gözlemlenen azalma ve ödünç verilebilir fonlar arzındaki yükselme denge faiz oranının azalmasına yol açarken, ödünç verilebilir fonlar talebindeki artma ve ödünç verilebilir fonlar arzındaki azalma denge faiz oranının yükselmesine yol açmaktadır (Paya, 2002: 122).

Finansal liberalizasyonda faiz oranlarının oluşması açısından ödünç verilebilir fonlar teorisi oldukça büyük önem taşımaktadır. Ödünç verilebilir fonlar teorisi piyasa içerisinde şekillenecek rakamların bütün ekonominin genel eğiliminden yola çıkarak kaynak israfını durdurabileceği gibi kapalı bir sonuç oluşturmaktadır. Neo-Klasik yaklaşım varsayımına göre eğer faiz oranı dahil herhangi bir fiyat düzeyi piyasa mekanizması haricinde şekillenirse, ekonomik birimlere hatalı sinyal verilmesine sebep oluşturacağından kaynak dağılımında çarpıklıklar meydana gelecektir. Bu durumda finansal liberalizasyon, faiz oranının piyasa içerisinde bu noktada oluşmasına sebep olur ve çoğunlukla baskılanmış faiz oranlarının artması sonucunu oluşturarak, yerleşik kişilerin tasarruf eğilimlerini ve dışardan kaynak girişini arttırarak ödünç verilebilir fonlar piyasası içerisindeki kullanılabilir fon miktarının yükselmesine yol açar (Ovayolu, 2020: 123).

Ödünç verilebilir fonlar teorisi, yukarda bahsedilen ilişki bakımından 1970 yıllarından sonra meydana gelen finansal liberalizasyonun Neo-Klasik Yaklaşım çatısı içerisinde şekillenmesine yönelik olarak ortaya atılan Mc Kinnon-Shaw Hipotezi'nin esasını oluşturmaktadır (Öztürk ve Durgut, 2011: 95).

#### **1.1.4.1.2. McKinnon-Shaw Hipotezi**

Finansal liberalizasyon kavramı teorik olarak ilk kez 1973 yılında Standford Okulu'nun tanınmış iktisatçılarından olan Edward Shaw ve Ronald McKinnon isimli iktisatçılar tarafından eş-anlı ve birbirinden bağımsız bir şekilde yayınlanarak ortaya atılmaktadır. Birbirinden bağımsız bir şekilde eşzamanlı çalışılan bu iki yayın bir arada ele alındığında çalışmalarda ortaya atılan teoriler finansal liberalizasyon kuramı veya McKinnon Shaw Hipotezi şeklinde açıklanmaktadır. Aynı zamanda bu kuram Neo-Klasik Finans Teorisi'nin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış hali şeklinde de kabul edilmektedir (Williamson ve Mahar, 2002: 8).

“Finansal Baskı (financial repression)” kavramı McKinnon (1973)-Shaw (1973) Hipotezi'nin temelini oluşturmaktadır. Faiz oranlarının ve baskılayıcı finans kurumlarının uygulamış oldukları politikalar neticesinde çok düşük veya negatif reel faiz oranları seviyesinde belirlenmesine “finansal baskı” denilmektedir (Kunt-Demirgüç ve Detragiache, 1998: 4).

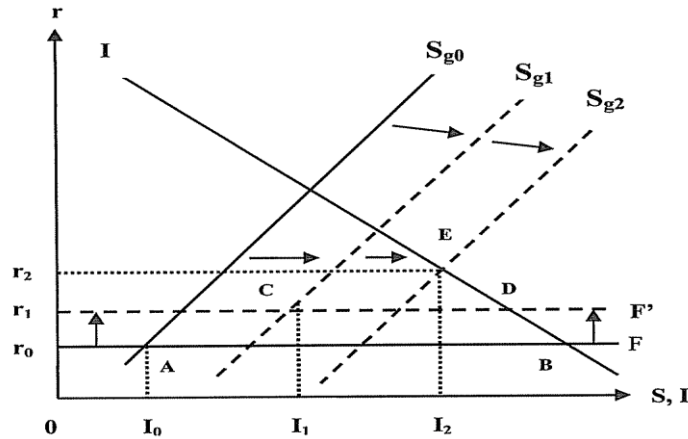
Shaw'ın (1973) ve McKinnon'un (1973) teorilerinde değişiklikler olmasına rağmen her iki iktisatçı da temel anlamda, düşük ya da negatif reel faiz oranlı yani baskılayıcı finansal politikaların büyümeyi kısıtlayıcı pek çok etkisinin olduğunu söylemektedirler. Büyüme oranları üzerinde, baskılayıcı finansal politikaların olumsuz bir şekilde etki oluşturmasının 3 önemli sebebi vardır. Bu olumsuz nedenlerden ilki, negatif ya da düşük reel faiz oranlarını kişilerin cari tüketimlerini yükselterek tasarruflarını finansal olan varlıklar yerine gerçek olan varlıklarda tutmaya yönlendirmektedir. Çünkü gerçek olan varlıklar enflasyon oranına karşı daha fazla güvenli koruma oluşturmaktadır. Kısaca finans sektörü yeterli gelmemekte ve bu da ekonominin parasallaşmasını ve alım-satım etkinliğinin negatif bir şekilde etkilenmesine sebep olmaktadır. Olumsuz nedenlerden ikincisi, negatif ya da düşük reel faiz oranları yatırıma dönüştürülebilir fonlara daha yüksek talep oluşturmakta ve neticesinde de rant kollama ve kredi tayınlaması sorunları meydana

gelmektedir. Üçüncüsü ise, düşük faiz oranları faydalı olmayan yatırımlara sebep olmakta ve yatırımcıları ülke ekonomilerinin faktör yapısına uygun olmayan sermaye yoğun yatırımlara yönlendirmektedir (Ayadi ve Hyman, 2006: 559).

McKinnon ve Shaw Teorisi'ne göre, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal piyasalar kamu otoriteleri tarafınca bir baskılama altında olmakta ve faiz seviyeleri idari nitelikteki kararlarla birlikte piyasa içerisinde oluşacak olan seviyenin altında belirlenerek bir takım kredi tanımlamalarına gidilmektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kalkınmayı kısıtlayan esas faktör, karlı yatırım ortamlarının olmaması değil, yatırılabılır fonların ve tasarrufların yeterli olmamasıdır. Bu sonuca sebep olan finansal baskı, nominal faiz oranına piyasa içerisinde belirlenecek denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi biçiminde meydana gelmektedir. Ülke içerisinde bulunan oligopolistik yapıdaki finansal kuruluşlar büyük bir ölçüde bu şekildeki bir uygulamaya gidilmesine sebep olmaktadır. Nominal faiz oranlarına uygulanan tavanlar, bazı ülke ekonomilerinde ciddi bir ölçüde düşük veya negatif reel faiz oranlarının belirlenmesine yol açmaktadır. Özellikle de yüksek enflasyonist şartların olduğu bu ülke ekonomilerinde, kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki bu marj epeyce genişlemiş ve baskılama altında bulunan faiz oranları, tasarruf oranlarının düşmesine yol açarken, bunun sonucunda da yatırımların ve dolayısıyla da ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açmaktadır (Öçal ve Çolak, 1999: 273).

McKinnon-Shaw Hipotezi'nin 1973 yılında ortaya attıkları görüşü aşağıda gösterilen Şekil-2'de verilmiştir.

**Şekil-2: McKinnon-Shaw Hipotezi Finansal Baskı**



Kaynak: Springler, 2009: 4.

Ödünç verilebilir fonlar teorisi McKinnon-Shaw Hipotezi'nin temelini oluşturmaktadır. Bu sebeple hipotezi açıklamak için oluşturulan Şekil 2.'de yer alan yatırımlar (I) ve tasarruflar (S), ödünç verilebilir fonlar teorisindeki gibi sırayla reel faiz oranlarının ( $r$ ) negatif ve pozitif birer fonksiyonudur. Dolayısıyla reel faiz oranları bir artış gösterdiğinde beraberinde tasarrufları arttırırken yatırımları azaltmakta, tam tersi bir durumda da tasarrufları azaltırken yatırım oranlarını arttırmaktadır. Ekonomi içerisindeki büyüme oranları ( $g_0$ ), ( $g_1$ ) ve ( $g_2$ ) şeklinde ifade edilmekte ve  $(g_0) < (g_1) < (g_2)$  olduğu kabul görülmektedir. Farklı seviyelerdeki büyüme oranlarını gerçekleştirecek tasarruf miktarları ise ( $Sg_0$ ), ( $Sg_1$ ) ve ( $Sg_2$ ) ile gösterilmektedir. Ülke içerisinde uygulanan finansal baskı sebebinden dolayı faiz oranları sabit kabul edilmekte ve bu mevcut durum reel faiz oranlarının piyasa faiz oranlarının altında oluşmasına sebebiyet vermektedir. F doğrusu, finansal baskıyı göstermektedir. Finansal baskı (F doğrusu) faiz oranları üzerinde bir tavana sebep olarak reel faiz oranını piyasa faiz oranının aşağısında, ( $r_0$ ) seviyesinde oluşturmaktadır. Düşük seviyede gerçekleşen reel faiz oranı da yapılan ( $Sg_0$ ) tasarruf seviyesinin gerçekleştireceği yatırımlar ( $I_0$ ) ile sınırlı olmaktadır. Finansal baskı neticesinde ortaya çıkan faiz oranı sonucunda krediler sınırlandırılmıştır. Bu durumda girişimcilerin bir kısmı karlı olabilecek yatırımlarını finanse edememiştir. Bunun neticesinde yatırımların (AB) kadarlık bölümü gerçekleşememiştir. Dolayısıyla bu durum beraberinde büyüme seviyesinin ( $g_0$ ) gibi düşük oranlarda oluşmasına sebep olmuştur.

Ekonomide başlangıç seviyesindeki finansal baskının hafifletilmesiyle (F doğrusunun F' şeklini almasıyla) faiz oranları tavanı ( $r_0$ ) seviyesinden ( $r_1$ ) seviyesine yükselmiştir. Bu duruma bağlı olarak da tasarruf oranları ( $Sg_1$ )'e, yatırım oranları ise ( $I_1$ )'e yükselmiştir. Finansal baskının hafifletilmesiyle beraber karşılanmamış yatırım talebinde (AB) seviyesinden (CD) seviyesine doğru bir düşme yaşanmıştır. Gerçekleşen yatırımlarda oluşan yükselişe bağlı olarak da büyüme oranı ( $g_1$ ) düzeyine yükselmiştir. Uygulanmış olan finansal baskının ortadan kaldırılması reel faiz oranlarının ( $r_2$ ) düzeyine yükselmesine sebep olurken beraberinde

tasarrufları ( $Sg_2$ ) ve yatırımları da ( $I_2$ ) düzeyine yükseltmiştir. Tüm yatırımlar gerçekleştirilmiş ve sonuç olarak da büyüme oranı ( $g_2$ ) seviyesine yükselmiştir.

Hipotezde görüldüğü üzere finansal liberalizasyon nominal faiz oranına, kredi kısıtlamasına ve piyasa içerisinde oluşacak denge faiz oranının aşağısında bir tavan belirlemesi şeklinde meydana gelen finansal baskı uygulamasına son vererek, faiz oranlarının kamu otoritesinin belirlemiş olduğu idari kararları haricinde serbest piyasa mekanizması şartlarında şekillendiği bir süreci açıklamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon sürecine başlanmasıyla birlikte serbest hale getirilen faiz oranları artarak tasarruf-yatırım ikilisinin dengesini oluşturan önemli bir değişken şekline bürünecek ve finans kesimi ile piyasalarla ilgili bütün bilgileri içeren bir gösterge niteliği olma özelliğini yakalamış olacaktır. Faiz oranlarının artmasıyla birlikte tasarruflarda bir yükseliş görülecek ve bu da yatırım oranlarına yönelik kullanılabilir fon kaynaklarını arttırarak ekonomik büyümenin hızlanmasına neden olacaktır. Diğer bir şekilde ise tasarruflardaki yükseliş tüketim oranları üzerinde düşürücü bir etki oluşturacak ve bu da enflasyonist baskıların azalmasına yol açacaktır. Bununla beraber faiz oranlarının artması sonucu ile daha önceden üretken olmayan yatırımlar artık karlı bir şekilde olmaktan çıkacağından dolayı tasarruflar daha üretken alanlara doğru yönelecek ve kaynak dağılımı etkinliği sağlanmış olacaktır (Aslan, 2006: 274). Finansal liberalizasyon ile tasarrufların getirisi artacağından dolayı tasarrufların tahsisi düzelecek ve beraberinde sermaye donanımı ile emeğin ikamesi ortadan kalkarak bu şekilde gelir dağılımında adalet sağlanmış olacaktır (Shaw, 1973: 121). Yine, finansal liberalizasyon finansal piyasalar içerisinde araçların çeşitlenmesine neden olarak finansal derinleşmenin artmasına yol açacak ve finansal sistemin gelişiminde katkıda bulunacaktır (Öçal ve Çolak, 1999: 274).

Mc Kinnon ve Shaw'ın ortaya atmış oldukları bu hipoteze göre finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde sağlamış olduğu bu etki, reel faiz oranlarının artmasının ardından tasarruf ve yatırım oranlarının yükselmesi ile sınırlı değildir. Finansal liberalizasyon, yatırım ve tasarruf oranlarını arttırmaya ek olarak finansal piyasaların daha çok rekabet halinde olan bir ortamda çalışmasına imkan tanıyarak, hizmet kalitesinin, teknolojik gelişmenin ve ürün çeşitliliğinin de artmasına olanak sağlamıştır. Tüm bunların yanı sıra, yasal ve zorunlu karşılık



oranlarının düşük düzeyde tutulmasına imkan tanıyarak fon kaynak maliyetlerinin azalmasına, bankacılık sektörünün aracılık işlevine etkinlik sağlanmasına ve devamında örgütlenmemiş piyasaların oluşmasını engelleyerek finansal sistemin gelişiminde katkıda bulunmaktadır (Dinar, 2009: 4).

Neo-Klasik yaklaşımın finansal liberalizasyona açıklama getirmek suretiyle teoride ortaya koyduğu varsayımlar (finansal piyasaların etkin bir biçimde çalışması, asimetric enformasyonun olmaması, tam istihdam ve bilginin en iyi bir biçimde kullanılması gibi) pratikteki uygulamalardan değişiklik göstermektedir. Sonucunda ise, finansal liberalizasyonun dayanağı olan teorik yaklaşımın bu konu ile ilgili değerlendirmelerini dikkate almaksızın, uygulamalar neticesinde ortaya çıkan sonuçların eleştirisi ile finansal liberalizasyonun etkilerini açıklamaya yönelik Yapısalcı, Neo-Keynesyen, Post-Keynesyen ve Spekülatif Gelişme Modeli olmak üzere yeni teoriler ortaya atılmıştır (Shrestha ve Chowdhury, 2007: 1529).

#### **1.1.4.2.Yapısalcı Yaklaşım**

Yapısalcı Yaklaşım, Taylor ve Van Wijnbergen isimli iktisatçıların 1983 yılında yapmış oldukları çalışmaları, McKinnon-Shaw hipotezinin savunmuş olduğu finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde yarattığı arttırıcı etkiye bir tepki şeklinde ortaya çıkmıştır (Arestis, 2005: 11-12). Yapısalcı yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan istikrarsızlıkların sebebini toplumu oluşturan sosyal, kurumsal ve ekonomik yapı içerisinde aramaktadır. Ekonomi içerisinde oluşan arz-talep arasındaki dengesizlik ve kaynakların hareketsizliği enflasyon sorununa yol açmaktadır. Enflasyon oranını düşürmek için hem etkin hem de sürdürülebilir bir büyümenin sağlanması hedeflenmektedir. Ekonomide büyümenin sağlanması için ise vergi ve harcama sistemleri içerisindeki reformlar, ödemeler bilançosundaki cari hesapların liberalizasyonu, mal ve hizmetlerde tekelleşme sorununun ortadan kaldırılması ve özelleştirme, emek ve sermaye piyasasının deregülasyonu ve yabancı sermaye hesabının deregülasyonu gibi büyüme amaçlı politikaların uygulanması gerekmektedir. Bunlarla birlikte az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde hem statik hem de dinamik etkinliğin oluşturulması amacıyla kapsamlı, esnek ve geniş devlet müdahalesinin gerekli görüldüğü savunulmaktadır (Özer, 2006: 24-25).

Yapısal yaklaşımda McKinnon-Shaw hipotezinden farklı olarak kurumsal olmayan finansal bir piyasa (curb market veya informal market) ele alınmış ve finans piyasası, kurumsal ve kurumsal olmayan finans piyasası şeklinde ikili bir yapıya bürünmüştür. Bununla beraber bu teoriye göre halkın aktif portföyleri kurumsal piyasalarda banka mevduatları, kurumsal olmayan piyasalarda ise firmalar için verilen kredi ve altınlardan meydana gelmektedir (Başoğlu vd., 2001: 545).

Yapısalcı yaklaşımın savunduğu bu görüşler ve teoriye kattığı kavramlar çerçevesinde, 1980'li yıllar süresince finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi yavaşlattığı görülmüştür. Bu yaklaşım, finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde engelleyici sonuçlar oluşturduğunu üç noktada açıklamıştır. Bu sonuçlardan ilki, finansal liberalizasyonun beraberinde kredi faizlerini arttırmasıdır ve bu etki sermaye ihtiyacını büyük ölçüde borç alarak gideren firmaların kredi faiz giderlerini yükselterek toplam üretim maliyetlerinin artmasına neden olacaktır. Bu durumda faizlerdeki ciddi bir yükseliş arz şoku niteliğinde olup beraberinde fiyatların artmasına neden olacak dolayısıyla azalan reel ücret ve yükselen borçlanma maliyeti ise toplam talep üzerinde bir azalmaya neden olarak üretimde bir düşüşe yol açacaktır. Böyle bir durumda da enflasyonun ve durgunluğun ortaya çıktığı stagflasyonist bir süreç başlamış olacaktır. İkinci sonuç; Neo-Klasik teoride finansal liberalizasyonun başarılı olmasındaki şartın, tasarruf oranlarının üretken olmayan aktiflerden banka mevduatlarına doğru kaymasına bağlı olmasıdır. Yapısalcı yaklaşıma göre risk sevmeyen yatırımcıların bu portföy değişimini gerçekleştirmemeleri halinde, finansal liberalizasyon büyümeyi ve yatırımları uyarda başarısız olacaktır. Üçüncü sonuç ise, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının ikili bir yapıya sahip olmasıdır. Formal kredi piyasaları rezerv karşılıklarından dolayı informal piyasalar gibi aktif değildir. Yükselen faizler neticesinde portföyün, informal sektörün aktifinden formal kredi piyasasındaki aktiflere tekrardan dağıtıldığı farz edilir ve tam da bu noktada finansal liberalizasyon Neo-Klasik yaklaşımla zıtlaşan iki farklı etki oluşturmaktadır. Bu etkilerden ilki, portföyün informal sektörden formal sektöre doğru kayması sonucu ödünç verilebilir fonlar üzerinde meydana gelen azalmadır. İkinci etki ise, informal sektörde mevduat tabanında oluşan daralma ve bu daralma sonucu kredi faizlerinde meydana gelen artıştır. Dolayısıyla ödünç verilebilir fonlardaki azalma ve faiz oranlarında meydana

gelen artış beraberinde stagflasyonist sürecin hızlanmasına neden olacaktır (Esen, 1998: 25-26).

Yapısalci Yaklaşım Teorisi, finansal liberalizasyon süreci neticesinde meydana gelen bu gelişmelerle birlikte ekonomik büyümenin yavaşlayacağını savunmaktadır. Bundan dolayı bu yaklaşım, McKinnon-Shaw isimli iktisatçılar tarafından ortaya atılan Neo-Klasik teorisinin aksine, firmaların finansal baskı altında tutularak faiz oranlarının yükseltilmemesi halinde ekonomik büyüme oranlarında hızlanma olacağı düşüncesini savunmaktadır (Serieux, 2008: 5).

Neo-Yapısalci Yaklaşım da Neo-Klasik McKinnon-Shaw Hipotezi'nin savunmuş olduğu varsayımın tersine bir varsayımı savunmaktadır. Neo-Yapısalci teoriye göre, finansal liberalizasyon süreci beraberinde faiz oranlarını yükselterek maliyetlerin artmasına ve devamında üretimin daralmasına neden olurken, örgütlenmiş (resmi) ve örgütlenmemiş (gayri resmi) piyasalar içerisinde fon transferine yol açarak örgütlenmemiş piyasaların ödünç verilebilir fonlarında bir daralma yaşanmasına sebep olmaktadır. Bu sonuç ekonomik büyümeyi yavaşlatarak enflasyonun artmasına yol açmaktadır. Bundan dolayı Neo-Yapısalci Yaklaşım finansal baskının gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının artmasını engelleyerek, yatırım oranlarında ve ekonomik büyümede bir hızlanma yaşanması sonucunu ve beraberinde enflasyon oranında ise azaltıcı bir etki doğurabileceğini sonucunu savunmaktadır. Bu yaklaşım çerçevesinde finansal baskı söz konusuysen tasarruf oranlarında bir artış görülmesi için resmi ve gayri resmi para piyasası içerisinde finans piyasalarının etkin olarak çalışması gerekmektedir. Bu etkinliğin sağlanabilmesi, hane halklarının portföy tercihlerinin söz konusu olan piyasalardaki ödünç verilebilir fon arzını yani tasarruflarını yükseltecek bir biçimde değiştirmeleriyle mümkün olacaktır (Öçal ve Çolak, 1999: 274-275). Bu ifadelerden de görüldüğü üzere Neo-Klasik ve Yapısalci Yaklaşım finansal liberalizasyonun etkileri kapsamında birbirleri ile benzer özellikler taşımaktadır.

#### **1.1.4.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım**

McKinnon-Shaw Yaklaşımı'nın tam tersine Neo-Keynesyen Yaklaşım, finansal liberalizasyon politikalarının yatırım ve tasarruf oranlarını düşürerek büyüme üzerinde bir yavaşlama meydana geleceğini savunmaktadır. Bu görüşü de

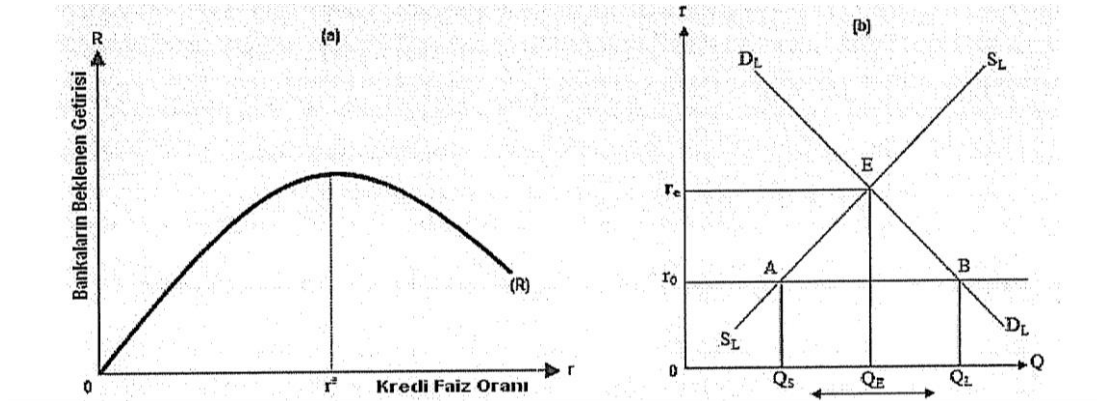
McKinnon-Shaw Hipotezi'nin varsayımlarına yapmış oldukları eleştirel bir görüş ile ifade etmeye çalışmaktadır. Finansal liberalizasyonu tam istihdam seviyesine bağlı ödünç verilebilir fonlar teorisi görüşü ile açıklamaya çalışan McKinnon-Shaw Hipotezi'nin aksine Neo-Keynesyen Yaklaşımında, ekonominin sürekli tam istihdam seviyesinde olma zorunluluğunun bulunmadığı, ekonomide açık işsizlik ve eksik istihdamın da olabileceği ihtimali üzerinde durulmuştur. Bu görüşten yola çıkılarak eksik istihdam seviyesinde olan bir ekonomi içerisinde ödünç verilebilir fonlar teorisi geçerliliğini yitirecek ve finansal liberalizasyondan istenen olumlu etki sağlanamayacaktır (Atamtürk, 2007: 78).

McKinnon-Shaw Hipotezi'nde asimetrik enformasyonun olmadığı, bilginin en verimli biçimde kullanıldığı ve finansal piyasaların etkin bir şekilde çalıştığı varsayımı savunulmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003: 4). McKinnon-Shaw Hipotezi'ndeki bu görüş Neo-Keynesyen Yaklaşım'ı tarafından önemli bir biçimde eleştirilmektedir. Neo-Keynesyen Teorisi varsayımına göre, finansal piyasalar içerisinde yapılan işlemlerde bilgi akışından dolayı oluşan aksaklıklar, asimetrik enformasyon sorununa neden olmaktadır. Asimetrik bilgi sorunu, finansal liberalizasyon ile birlikte faiz oranlarında artış görüldüğünde kredi vericilerin daha az bilgi donanımına sahip olması sebebiyle, giderek daha çok riskli ve getirisi az projelere kredi sağlayarak daha yüksek risk içerisinde olmalarına yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki bilgi akışındaki düşüklük ve finansal yatırım kurum ve araçlarındaki az gelişmişlik nedeni, asimetrik enformasyon sorununa daha da çok dikkat çekmektedir. Bundan dolayı gelişmekte olan ülkelerde kredi vericiler, asimetrik bilgi sebebi ile hatalı bir tercihte bulunmamak adına kredi tayinlemesine gitmektedir (Özer, 2006: 21).

Yukarda bahsedilen durum, kredi faiz oranları ve bankaların beklenen getirileri arasındaki ilişki Şekil-3 (a) yardımıyla gösterilirken, kredi vericilerin asimetrik enformasyon sebebi ile çıkabilecek bir hatalı tercihe karşı kendilerini korumak için uygulamış oldukları kredi tayinlemesi da Şekil-3 (b) yardımıyla Şekil-3'te verilmiştir.

### Şekil-3: Neo-Keynesyen Yaklaşımda Kredi Tayinlaması

Kaynak: Esen, 1998: 27.



Şekil 3. (a)'ya baktığımızda bankaların beklenen getirisinin, ( $r^e$ ) faiz haddi düzeyine kadar artış göstermekte olduğunu fakat bu faiz haddi artış düzeyinden sonra kredi alıcılarının kalitesinin düşmeye başlaması ve riski yüksek kredilerin varlığından dolayı düşme eğilimine girdiği görülmektedir. Asimetrik enformasyondan dolayı kredi alıcıları hakkında net bilgiye sahip olunmaması sebebiyle meydana gelen bu durum, kredi verenlerin Şekil 3. (b)'de de gösterildiği gibi kredi tayinlamasına gitmelerine yol açacaktır. Kredi vericiler kredi tayinlamasıyla finansal piyasalara baskı uygulamakta ve piyasa faiz oranlarının ( $r_e$ ) altında ( $r_0$ ) faiz düzeyinden borç olarak vermektedirler. Dolayısıyla bunun neticesinde de piyasada (AB) seviyesi kadar fon talep fazlası meydana gelmektedir.

Tüm bunların sonucunda asimetrik enformasyon sebebiyle finansal sistem, yatırım-tasarruf süreci içerisinde aktif bir aracı rolü haline bürünmemektedir. Yatırımlara yönelik olarak borç verilebilir fonlar potansiyel düzeyinin daha alt düzeylerinde oluşmakta ve kaynak dağılımında bozulmalara yol açmaktadır (Studart, 1995: 15).

Neo-Keynesyen Yaklaşım'ı özetleyecek olursak bu yaklaşım; piyasa içerisinde asimetrik enformasyonun ve eksik istihdamın varlığından dolayı, McKinnon-Shaw hipotezinin finansal liberalizasyonun tasarruf ve yatırımları artırarak büyüme üzerinde hızlandırıcı bir etkiye sahip olduğu varsayımını reddederek, finansal liberalizasyonun tasarruf ve yatırımlar üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olduğu ve dolayısıyla büyümenin de yavaşlayacağı yönünde bir görüş üzerinde durmaktadır.

#### 1.1.4.4. Post-Keynesyen Yaklaşım

Post-Keynesyen görüş ilk kez Nicholas Kaldor isimli iktisatçı tarafından ortaya atılmıştır (Özer, 2006: 23). Hem Neo-Keynesyen hem de Post-Keynesyen teorilerinin ikisinin de teorik yapısı Keynes'e dayanmasına rağmen birbirlerinden oldukça farklılıklar sergilemektedirler. Bu iki yaklaşım arasındaki en önemli fark kendisini beklentilerin oluşumu sırasında göstermektedir. Post-Keynesyen varsayımına göre, finansal piyasaların arz ve talep tarafındaki birimlerin beklentileri içseldir. Yatırım projelerinde oluşan şimdiki ve gelecekteki getiri risklerindeki belirsizlikler beklentilerin içselliğine neden olmaktadır. Bu tarz bir durum içerisinde rasyonel iktisadi birimlerin almış oldukları kararlar sağduyularından etkilenirler. Beklentilerin uyarılmış veya rekabetin zorlamış olduğu baskılar neticesinde yüksek getiri ve aynı şekilde yüksek risk içeren yatırımlar daha fazla rasyonel hale gelerek tercih edilebilir (Oğuz, 1998: 27).

Post-Keynesyen varsayımı finansal piyasaların özellikle yatkın olduğu, hem ulusal hem de uluslararası seviyedeki makroekonomik koordinasyon olumsuzlukları ve spekülasyon sonucunda meydana gelecek olan doğal bir belirsizlik ortamını çok yakından takip etmektedir (Singh, 2002: 8). Finansal liberalizasyon politikalarının uygulamış olduğu spekülasyonlar neticesinde meydana gelen bu belirsizlik ortamı içerisinde beklentilerinde değişmeye giden yatırımcılar, düşük getiri ve aynı şekilde düşük risk içeren yatırım projelerini seçmek yerine, yüksek getiri ve yine aynı şekilde yüksek risk içeren yatırım projelerini seçeceklerdir. Dolayısıyla bu durum da ortalama kalitesi verimsiz ve yapısı istikrarsız olan bir yatırım ortamını oluşturacaktır (Atamtürk, 2007: 78-79).

Post-Keynesyen Yaklaşım'ı kısaca özetleyecek olursak, finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmış olduğu spekülatif bir ortam içerisinde beklentilerin bu yönde ilerlemesi, finansal sistemin daha çok kırılğan bir yapıya bürünmesine sebep olarak krizlere karşı daha savunmasız bir şekle gelmesine yol açacaktır.

#### **1.1.4.5. Spekülatif Gelişme Modeli**

Spekülatif Gelişme Modeli, 1995'li yıllarda Neo-Keynesyen ve Post-Keynesyen Teori'lerinin bir sentezi olarak Ilene Gabel isimli iktisatçı tarafından ortaya atılmıştır. Gabel 1995 yılında ortaya attığı bu teoride gelişmekte olan ülkelerde uygulanmakta olan finansal liberalizasyon politikalarının dört ana bileşeni

olduğundan söz etmektedir. Bu dört ana bileşen; reel mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest piyasa seviyesine artış göstermesi, mevcut finansal kurumlarda serbestleştirilmeye gidilmesi, yeni finansal kurum, piyasa ve araçların oluşturulması yani finansal derinliğin yaratılması ve sermaye hesabında serbestleştirilmeye gidilmesidir (Esen, 1998: 24-28).

Ana bileşenlerde meydana gelen farklılıklara bağlı olarak, finansal liberalizasyon sonrası finansal piyasalarda çok ciddi arz ve talep yönlü etkiler oluşmaktadır. Finansal liberalizasyon süreci sonrasında meydana gelen talep yönlü etkiler üç farklı şekilde oluşmaktadır. Bunlar (Özbilen, 2020: 13-14);

- Yüksek kredi faizlerinin riskli durumda olan yatırımcıları avantajlı duruma getirmesi; finansal liberalizasyon neticesinde yükselen faizler, yatırımların hacminde ve bileşiminde etkide bulunabilmektedir. Bahsedilen bu etki kendisini ağırlıklı şekilde düşük getirili ve aynı şekilde düşük riskli yatırım projelerinin sistem haricinde tutulmasında göstermektedir. Düşük getiri ve düşük riske sahip olan yatırımların sistem haricinde tutulmasının neticesinde kredi verenler, ortalama kalitesi daha düşük olan borçlu grubyula karşı karşıya gelir. Bu sonuç asimetrik enformasyon sorunundan dolayı değil, borç verilebilir fon maliyetlerinin yükselmesinden kaynaklanmaktadır.
- Kurumsal olan yeniliklerin kısa vadeli spekülative yatırımlar için avantajlar oluşturması; finansal liberalizasyon yeni finansal araçlar ve yeni piyasalar gibi kurumsal yenilikleri beraberinde getirir. Bu kurumsal yenilikler, finansal aktif fiyatlarındaki oynaklıklardan kar kazanma amaçlı, kısa vadeli işlemlerin kolaylaşmasına yol açar.
- Uzun ve kısa vadeli faiz arasındaki farkların artarak spekülative yatırımlara avantaj sağlayacak bir ortam oluşturması; finansal liberalizasyon süreci ile birlikte kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki fark yükselmekte ve bu farklardan oluşan yeni ortamda spekülative yatırımların yükselmesine yol açmaktadır.

Finansal liberalizasyonun yukarıda bahsedilen finansal piyasaların talep yönünde oluşturduğu bu etkilerinin yanı sıra arz yönünde de ciddi etkileri vardır. Arz yönündeki bu etkilerin en önemli olanı kreditorlerin davranışları üzerinde kendisini göstermektedir. Kreditorlerin beklenen getiri oranı ve faiz oranı arasındaki ilişki, beklentiler üzerindeki ve oluşan kurumsal atmosferdeki gelişmeye paralel bir şekilde değişecektir. Kredi arz ve talebi de, kreditorlerin ve borçluların değişen beklentilerine bağlı olarak değişecektir. Finansal kurumların rekabet ortamı içerisinde yaratmış olduğu değişim ise finansal liberalizasyonun bir diğer arz yönlü etkisi olarak kendini göstermektedir. Finansal liberalizasyon ile beraber finansal kurumlar, daha fazla rekabetçi baskılara maruz kalmaktadır. Bahsedilen artan bu finansal baskılar, finansal kurumların farklı ortamda onaylanamayacak projeleri finanse etmeye mecbur kılacaktır. Dolayısıyla bunun sonucunda da daha önceden ihtiyatlı bir şekilde davranan finansal kurumlar bile spekülative finansman yönünde ilerlemek zorunda kalacaktır (Esen, 1998: 29-30).

Finansal liberalizasyonun finansal piyasalar üzerinde oluşturmuş olduğu talep ve arz yönlü etkileri, yatırımcıların o anki coşkuları ile birlikte, menkul kıymetlerin fiyatlarında oluşan spekülative değerlenmelere, çok yüksek derecede oluşan faiz hadlerine ve iktisadi aktivitenin sanayi yatırımları yerine finansal yatırımlara yönelik oluşmasına yol açmaktadır. Bu sonuç finansal sistemin daha çok kırılabilir bir şekilde bürünmesine neden olarak krizlere karşı daha fazla savunmasız kalmasına yol açmaktadır (Yeldan, 2002: 19).

Finansal liberalizasyonun teorik çerçevesi incelendiğinde özetle şunları söyleyebiliriz: Neo-Klasik Yaklaşım, finansal liberalizasyonun tasarruf ve yatırımlar üzerinde bir artışa neden olarak ekonomik büyümeyi hızlandıracağı varsayımını savunduğu ve bu varsayımına karşılık olarak Neo-Keynesyen Yaklaşım, Yapısalcı Yaklaşım, Post-Keynesyen Yaklaşım ve Spekülative Gelişme Modeli'nin finansal liberalizasyonun tasarruf ve yatırımlar üzerinde azaltıcı bir etkiye neden olarak ekonomik büyümenin yavaşlayacağı varsayımını kabul etmektedirler.



## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LIBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

#### 2.1. Finansal Liberalizasyonun Büyüme Üzerindeki Etkisi ile İlgili Teorik Bir Analiz

Berlin Duvarı'nın yıkılmasıyla sosyalizm düşüncesinin sona ermesi ve eski Sovyetler Birliği Doğu Bloku ülkelerinde görülen uygulamadaki başarısızlıklar, piyasa ekonomisi ve liberalizmin yayılmasına neden olmuştur. Tüm bu gelişmelerin doğal neticesinde birçok ülke, piyasa ekonomisinin işlemiş olduğu, liberal ekonomi politikalarının takip edildiği ve ekonomik özgürlüklerin daha da genişlediği bir döneme girmiştir. Akabinde, devlet şirketlerinde özelleştirilmeye gidilmesi, ticaretteki kısıtlamaların azaltılması, döviz ve faiz kontrolleri de dahil olarak fiyat kontrolleri kaldırılmıştır. Ekonomik özgürlüklerin yayılması fikrine dayanan liberalizm temelli bu gelişme ve değişikliklerin, refahı ve aynı zamanda ekonomik büyümeyi arttırdığı yönünde ampirik ve teorik çalışmalar gün geçtikçe daha da çoğalmaktadır. Dolayısıyla bu durum, ekonomik özgürlük ve ekonomik büyüme-kalkınma kavramlarının arasındaki bağlantının öneminin daha da çok artmasına neden olmaktadır (Tsuru ve Kotaro, 2000: 5).

İstikrarlı bir büyüme gelişmiş ülkeler için gerekli bir durum iken, kalkınmanın sağlanması adına ekonomik özgürlük kavramı da gelişmekte olan ülkeler için gerekli bir durum olarak görülmektedir. Bu yaklaşım neticesinde ekonomik özgürlüklerin daha geniş bir hale getirilmesi, diğer bir ifadeyle, piyasa ekonomisi kurallarının aktif bir hal alması öncelikli bir amaç olmanın yanı sıra aynı zamanda büyüme ve kalkınmanın temel aracı olarak görülmektedir (Koç, 2006: 43).

Büyüme modelleri, neo-klasik büyüme modeli ve içsel büyüme teorisi şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Neo-klasik büyüme modelleri, tam rekabete ve sermayenin azalan getirisi olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu modellerde yatırım önemsizdir; teknolojik gelişme dışsal kabul edilmektedir diğer bir deyişle, teknolojik gelişmenin açıklanması model dahilinde sayılmaz (Kar vd., 2008: 212).

Yatırımların önemsiz olması varsayımında asıl anlaşılması gereken şudur: bahsedilen bu modellerde yatırıma yansıyan bir tasarruf artışı bir süreliğine büyümenin de yükselmesine neden olacaktır. Fakat yatırımların artması ile

beraberinde sermayenin işgücüne oranı da artacak ve sermayenin marjinal ürününde azalış meydana gelecektir, bu durum ise ekonominin durağan denge durumuna dönmesine neden olacaktır. Dolayısıyla yatırımlarda görülen artışın büyüme üzerine olan etkisi geçici olacaktır. Sonuç olarak, yeni yatırımların etkisi gibi bankacılık yoluyla tasarrufların yatırıma çevrilmesine katkı sağlayan ve iyi şekilde çalışan bir finansal sistem, neo-klasik çerçevede, denge durumunda yalnızca kişi başına gelirin düzeyi üzerinde etki oluşturabilir. Dolayısıyla kişi başına gelirin büyüme oranı üzerine olan etkisi geçicidir (Levine ve Ross, 1996: 1).

İçsel büyüme teorisinde amaç, uzun dönemde büyüme üzerinde etki oluşturan kayıp değişkeni bulmaya çalışmaktır. Bu amaçlarını teknolojik gelişmeyi içselleştirerek uygulamaya koymaktadırlar. Tam rekabet dışına çıkabilme, insan sermayesine önem verme, teknolojik gelişmeyi içsel olarak ele alma ve sermayenin azalan getirisi varsayımının yerine sermayenin sabitliği ya da artan getirisinin kabulü gibi yenilikler bu model dahilindedir (Romer ve Paul, 1994: 3).

İçsel büyüme modellerini neo-klasik büyüme modellerinden ayıran en önemli varsayım, sermayenin getirisi varsayımlarıdır. İçsel büyüme teorisinde, neo-klasik büyüme modeli varsayımının tam tersi bir şekilde sermayenin artan getirisi temel varsayım olarak kabul edilmektedir. Sermayenin getirisinin azalmayabileceği ile ilgili bazı nedenler sıralanabilir. Bu nedenlerden bahsedecek olursak; üretimde meydana gelen pozitif dışsallıklar, öğrenmenin yaratmış olduğu avantajlar ve kişilerin yeni geliştirilen teknikleri benimsemeleri şeklinde açıklamak mümkündür. Dolayısıyla herhangi bir firma, toplamda dışsallıkların işgücü verimliliği üzerine olan etkisi ile sermayenin azalan getirisi durumu yerine sermayenin sabit ya da artan getirisi ile karşı karşıya gelebilecektir (Levine ve Ross, 1990: 9-10).

İthalat ve ihracat kalemlerinin ekonomik büyüme üzerine olan etkisinin arz yönlü olduğunu söylemek mümkündür. İçsel büyüme modellerinde, modelin kaynağı olarak ölçeğe göre artan getiri veya teknolojik gelişmeler olduğu görülmüştür. Bu modellerde artan getiri oranının; Ar-ge, yaparak öğrenme, teknolojik yayılım ve beşeri sermayeden meydana geldiği belirtilmiştir. Tüm bunlarla birlikte bahsi geçen modeller, bu kaynakların eyleme geçirilmesinde beşeri sermayenin önemini vurgulamışlardır. Bu durumda da, dışa açık olan ekonomiler Ar-ge sektöründe meydana gelen gelişmelerden, teknolojik yayılımlardan, başka ülkelerin bilgi stoku

ve beşeri sermayesinden ulusal şartların elverdiği şekilde faydalanabilmektedirler. Ayrıca içsel büyüme modellerinde, teknolojik gelişme neticesinde meydana çıkan bilginin diğer ülkelere yayılma düzeyinin de önemine vurgu yapmak gerekmektedir. Diğer bir ifade ile dışa açıklığın, ulusal ekonomiler üzerinde oluşturmuş olduğu pozitif etkileri ele alınırken, teknolojik dışsallık ve yayılımların seviyesine dikkat çekilmelidir (Türker, 2009: 93).

Kar amacıyla faaliyette bulunan firmaların bilinçli bir şekilde geliştirmiş oldukları Ar-ge faaliyetlerinin ürünü dahilinde olan bilgi birikimi, gelecek dönemlerdeki Ar-ge faaliyetlerinin verimliliğinin artmasına neden olacaktır. Fakat bilgi birikiminin, taklit yoluyla veya spontane yayılıma elverişli olması, Ar-ge faaliyetlerini sürdüren firmaların ve bahsedilen bu faaliyetlerinde yüksek maliyete katlanan yenilikçi firmaların caydırıcı bir etkiyle karşı karşıya kalmasına sebep olabilir. Bu çizgide içsel büyüme modelleri, devleti önemli ve büyük görevlerden sorumlu tutmaktadır. Bu önemli görevi ise içsel büyüme teorisyenleri; Ar-ge faaliyetlerinin pozitif dışsallıklar oluşturması sebebiyle, devletin bu alana temin edeceği sübvansiyonların ve teşviklerin ekonomik büyümeyi hızlandıracağı şeklinde açıklamaktadırlar (Levine, 1997: 6-7).

Bahsedilen yeni büyüme modelleri dahilinde, finansal sektörün ekonomik büyümeyi sürekli olarak aşağıdaki maddelerden biri yoluyla etkileyebileceği söylenebilir (Kar vd., 2008: 214-215):

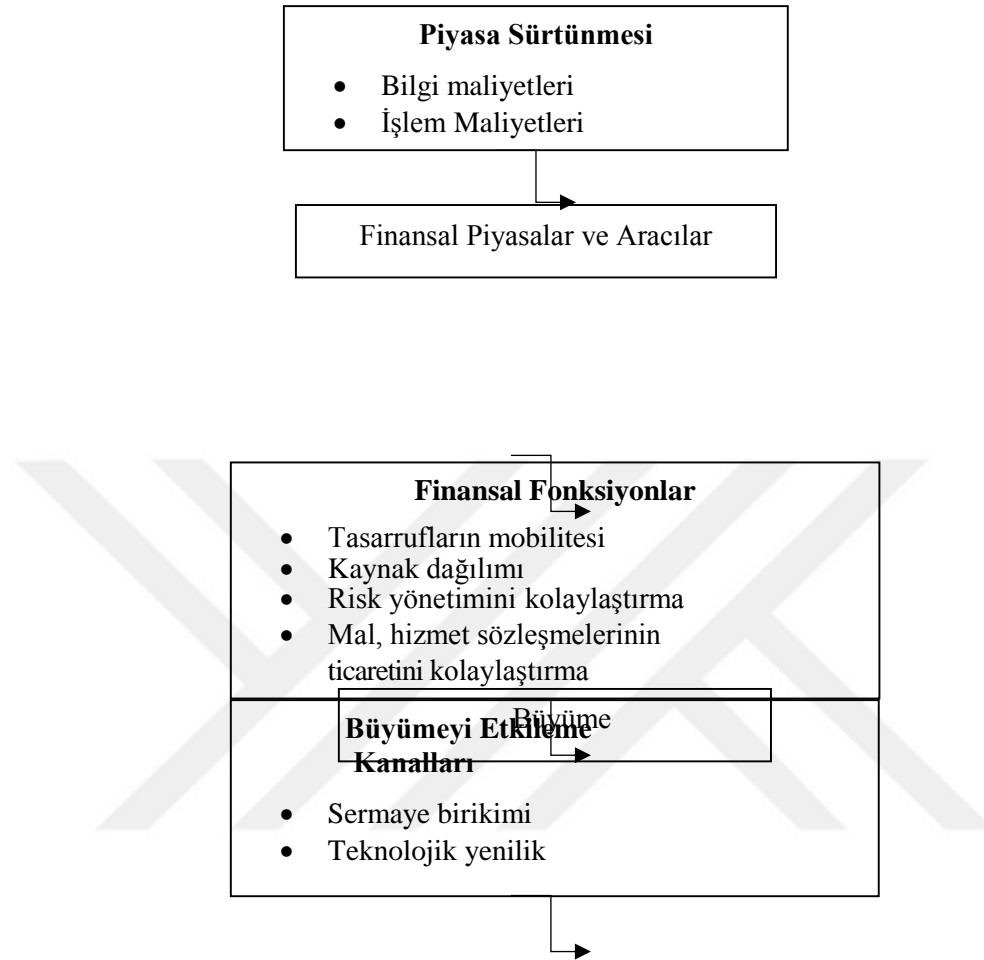
1. Tasarruflar
2. Yatırım fonlarının firmalara kanalize edilmesi
3. Sermayenin ortalama verimliliğinin iyileştirilmesi

Finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme faktörü üzerine olan etkilerini aşağıdaki temel argümanlarla sıralamak mümkündür (Yapraklı, 2007: 69):

1. Ticari dışa açıklık aracılığıyla meydana gelen ihracattaki yükseliş ile elde edilen döviz, ülkenin yabancı döviz kısıtlaması üzerinde azaltıcı bir etkiye neden olabilir ve ülke içerisinde üretilmeyen hammadde girdileri ve sermaye malı gibi üretken ara malı ithalatının ve dolayısıyla hasıla oranında bir artışın oluşmasına sebep olur. Bu sayede tasarruf-yatırım ve ihracat-ithalat arasındaki açıklıkla baş edilmesinde katkıda bulunmuş olunur.

2. Bir ülkede uygulanan serbest ticaret, o ülkenin hasılasına olan talebin artmasına neden olarak hasıla, istihdam ve tüketimin artmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte ticari dışa açıklık, dış dünya ekonomisine açılan ülkelerin mallarına yönelik olarak talebe uygun bir şekilde yeni teknoloji üretimine kolaylık sağlayarak faktör rekabeti oluşturmakta ve bu yöntemle üretim imkanlarını genişletmektedir.
3. Ticari dışa açıklık, ticari ilişkide bulunulan lider ülkenin üretim yöntemlerini uyarlamayı kolaylaştırarak toplam faktör verimliliğinin artmasına imkan tanımaktadır. Dolayısıyla ülkeler arasında bilgi yayılımının oluşumunu sağlayarak oluşturduğu pozitif dışsallıklarla da üretimde etkinliğin artmasına olanak tanımaktadır.
4. Finansal piyasalarda dışa açılım, tasarrufların dünya kadranında dağılımının düzenleneceği ve faiz seviyelerinin ülke ekonomileri arasında eşit seviyeye getirileceği varsayımından yola çıkılarak, tasarruf teşvikinde bulunarak, tasarrufların etkin kaynak dağılımı yöntemiyle verimli kullanım sahalarına yönlendirilmesini tedarik etmekte ve bu yöntemle ekonomik büyümenin daha da hızlanmasına yardımcı olmaktadır.

**Şekil-4: Finans ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Teorik Yaklaşım**



Kaynak: Levine, 1997: 689.

## 2.2. Ekonomik Büyüme Modelleri ve Finansal Gelişme İçerisindeki Yerleri

Ekonomik büyüme, milli gelirden bir yıldan öteki bir yıla ortaya çıkan artışları açıklamak için ifade edilen bir kavramdır. Ekonomik büyüme adına kullanılan modelleri; Harrod-Domar Büyüme Modeli ve Neo-Klasik Büyüme Modeli, Lucas Beşeri Sermaye Modeli, Robert Solow Dışsal Ekonomik Büyüme Modeli, Romer Ar-Ge Modeli, Grossman ve Helpman Modeli: Ürün Çeşitlendirmesi ve İçsel Teknolojik Gelişme Modeli, Dış Ticaret ve Büyüme: Rivera Batiz Modeli şeklinde açıklamak mümkündür (Khan vd., 2009: 3).

### 2.2.1. Harrod-Domar Modeli

Harrod-Domar Büyüme Modeli'nde, yapılan yatırım harcamalarının gelir

oluşturucu ve kapasite gelişimine katkıda bulundurucu etkisi üzerinde durulmakta ve büyüme dönemi sermaye birikimi ile ifade edilmektedir. Büyümeye yönelik yapılan maliye politikasının, büyük bir yatırım miktarı ile bu miktara eşit bir tasarruf miktarını gerçekleştirme doğrultusunda olması gerekir. Çoğunlukla iktisadi dengesizlikler, gönüllü tasarruflar ile yatırımlar arasındaki dengesizlikten doğmaktadır. Az gelişmiş ülkelere oranla gelişmiş ülkeler, doğrudan yatırımlardan ya da dış kredilerden kolay bir şekilde faydalanarak bahsi geçen dengesizliği ortadan kaldırılabirler ve bu durum da bu ülkelerde sermaye birikiminin hızlanmasına, devamında gelirin ve tasarrufların artmasına neden olur. Harrod-Domar büyüme modelinde yatırımdaki yükseliş talebin de yükselmesine ve devamında üretimi arttırmak amacıyla yeni yatırım alanlarına girişilmesine neden olur; yatırımdaki yükseliş ile üretimdeki yükseliş arasındaki ilişkiyi sermaye/hasıla oranı belirler (Tüğen, 2010: 384).

Bütçe politikası model için büyük bir önem taşımaktadır çünkü bütçe politikası (harcamalar-vergiler) aracılığıyla toplam talep üzerindeki gerekli büyümeyi etkilemek muhtemeldir. Sermaye/hasıla oranı (Q) ile marjinal tüketim eğiliminin (c) çarpımı (Q.c) sonucu kamu harcamalarının gerekli büyüme oranı üzerinde olan etkisi elde edilir. Bu etki olumlu bir etki olmakla birlikte gerekli büyüme oranının artmasına neden olmaktadır. Vergilerdeki artış oranının, gerekli büyüme oranı üzerinde olan etkisini de  $Q.(p-1)$  formülü ile açıklamak mümkündür. P ifadesi bizlere kamu harcamaları içerisindeki yatırım harcamalarının payını göstermektedir, bu etki genel olarak olumsuzdur. Özetle bütçe politikasının büyüme oranı üzerindeki net etkisini; “ $Q.c+Q.(p-1)$ ” formülü ile ifade etmek mümkündür. Formülden de anlaşılacağı üzere, kamu yatırımlarının, kamu harcamaları içerisinde belirli bir orana sahip olması durumunda, gerekli büyüme oranı üzerindeki marjinal tüketim eğilimi ile cari harcamaların kamu harcamaları içerisindeki payı arasındaki mukayeseye bağlı olmaktadır. Bahsedilen bu mukayesede marjinal tüketim eğilimi ne kadar büyük ise, etkisi de bir o kadar olumlu olacaktır (Kar vd., 2008: 230).

Harrod-Domar Büyüme Modeli'nin basitliğinden dolayı planlamada kullanılıyor olmasının yanında pek çok güçlükten de bahsedilmektedir. Bu güçlükler şu şekilde sıralanabilir (Kaya, 2004: 277):

1. Model çok genel olduğundan dolayı detaylı bir şekilde kantitatif

inceleme için gereken temeli sağlayamamaktadır. Dolayısıyla bölgesel ve yapısal sorunları ayırt edici olmaktan uzaktır.

2. Bir ekonomi içerisinde tasarruf eğilimi ve sermayenin verimliliği unsurlarını kolay bir şekilde hesaplayabilmek kolay değildir. Ve yine aynı şekilde farklı gelişim seviyelerindeki sektörlerden oluşan ekonomi içerisinde, genel ekonomiye yönelik bir tek sermaye hasıla katsayısı düşünmek gerçeğe uygun olmamaktadır. Özellikle az gelişmiş ülkelerde sermaye tahmininde bulunmak kolay olmamakla birlikte bu ülkelerde toplanılabilecek kısıtlı veri ile güvenilir sermaye-hasıla oranı tahmininde bulunmak oldukça zordur.
3. Büyüme sorunu, teknik mekanik bir sorun içerisinde incelenmiştir. Büyüme sorunu yalnızca sermayeye dayandırılmış, diğer unsurların analiz içerisinde bahsi geçmemiştir.
4. İşgücü, üretim sürecinde sermaye ile birlikte olan bir diğer önemli girdidir. İş gücü fazlası olduğu zannedilen az gelişmiş ülkelerde bile böyle bir fazlanın yalnızca bazı süreçlere ait olduğu gözlemlenmektedir.

### 2.2.2. Neo-Klasik Model

Neo-Klasik Model'e göre ekonomideki üretim, belirli bir teknolojiye göre belirlenmiş olan üretim fonksiyonuna bağlı olmakla birlikte, emek ve sermaye üretim fonksiyonunun bağımsız değişkenleri olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla emek ve sermayedeki yükselişler doğrultusunda üretimde de aynı şekilde yükselişler görülecektir. Ayrıca üretim, teknik ilerlemeler, dışsal ekonomiler gibi sebeplerden dolayı daha hızlı bir yükselişle ortaya çıkabilir (Ersel, 1999: 35-37).

Ekonomi büyüme sürecine devam ederken, nüfus artış hızı ve sermaye birikim hızı birbirine denk ise, yatırım-tasarruf eşitliği devamlı bir şekilde gerçekleşip büyüme istikrarlı ilerleyerek devam edecektir. Fakat devletin bütçe politikası aracılığıyla sermaye stokunu arttırması durumunda bile, bu faktörün üretim içerisinde yoğun bir şekilde kullanılması, marjinal verimliliğin azalmasına ve bu durum da beraberinde sermaye/emek oranının değişmeyecek bir seviyeye gelmesine neden olacaktır. Bunun sonucunda işgücü arzı büyüme hızı, uzun dönem içerisinde

üretim artışını temin eden tek faktör olarak ortaya çıkacaktır. İşgücü arzı nüfus artışı ile alakalıdır, bütçe politikası aracılığıyla nüfus artışından daha çok sermaye faktörü üzerinde verimli olunabilir. Dolayısıyla teknolojik değişimin model içerisine alınması durumu, uzun dönemli büyüme modelinin belirleyicisi şeklinde ortaya çıkarak bütçe politikasının belirli bir etkinliğe kavuşacağı savunulmaktadır. Teknolojik değişim, sabit haldeki emek/sermaye bileşiminde, parametrelerdeki varyasyon sebebiyle üretim fonksiyonunun daha çok ürün sağlayacak duruma gelmesine katkıda bulunacaktır. Bütçe politikasının uzun dönem içerisindeki büyüme oranı ile ilgili, kamu yatırımlarının teknolojik gelişmeyi çoğaltıcı nitelikte olması durumunda değişeceği söylenilebilir. Bu doğrultuda, bütçe politikası dahilinde, yatırım harcamalarının yanında vergi teşviklerinden ve diğer harcamalardan da yararlanmak mümkündür (Tüğen, 2010: 386).

Tasarruf ve sermaye birikiminin ekonomik büyüme üzerinde ciddi bir katkısı olduğunu savunan dışsal ekonomik büyüme teorileri, teknolojik gelişmelerin de uzun dönemde ekonomik büyümenin temel kaynağı olduğunu savunur. Fakat teknolojik büyüme, uzun dönem içerisinde ekonomik büyümenin en önemli belirleyicisi olarak kabul görse de model içerisinde bir dışsal değişken olarak belirlenmektedir. Dolayısıyla uzun dönem ekonomik büyümenin ne şekilde sağlandığını açıklamak konusunda yetersiz kalmıştır (Özel, 2012: 70).

Ekonomik büyüme modellerinin teknolojik gelişmeyi dışsal bir değişken şeklinde görmesi, uzun dönem ekonomik büyümenin açıklanması konusunda yetersiz kalınmasına neden olmuş ve dolayısıyla bu durum bu teorilerin eleştirilmesine yol açmıştır. İçsel büyüme teorileri, bahsedilen eleştiriler kapsamında dışsal ekonomik büyüme modellerinin eksik noktalarının giderilmesine yönelik oluşturulmuştur. Sermaye kavramı, içsel büyüme modellerinde daha da genişletilmiş ve fiziksel sermayenin yanı sıra beşeri sermaye de modele dahil edilmiştir. Bu yolla, içsel büyüme modelinde beceri ve bilgi daha çok ön plana çıkarılmıştır (Eroğlu, 1998: 3).

Dışsal büyüme modelinin varsayımından olan azalan verimler yasası, içsel büyüme modelinde geçerliliğini yitirmiştir. İçsel büyüme modelinde, fiziksel sermayenin beşeri sermaye üzerindeki etkisinin olumlu olduğu görülmekte ve dolayısıyla fiziksel sermayede oluşan bir artış beraberinde beşeri sermayenin de artmasına yol açmaktadır. Beşeri ve fiziki sermaye ile teknolojik gelişme arasında



önemli bir ilişki olduğundan bahsetmek ve beşeri sermayenin, araştırma geliştirme çalışmalarına bir zemin ve teknolojik bir alt yapı oluşturduğunu söylemek mümkün olacaktır (Romer ve Paul, 1986: 1002).

### **2.2.3. Robert Solow'un Dışsal Ekonomik Büyüme Modeli**

Neo-klasik genel denge modelini benimseyen geleneksel dış ticaret teorisi varsayımına göre, dış ticarete açık olmayan bir ülke ekonomisinin dış ticaret sektörü serbest hale getirildiğinde, tüketici birimi daha kapsamlı, geniş bir ürün setine ulaşabilme imkanına sahip olur. Dolayısıyla kaynak dağılımı uluslar arası fiyat düzeyine göre tekrardan dağılır ve yükselen rekabet ortamı yerli üreticilerin daha kaliteli ürünler ortaya çıkarmaları için bir zemin hazırlar. Bununla birlikte dış ticaretin kısıtlanmasına yönelik oluşturulan politikalar, kaynak dağılımının yanlış olmasına yol açarak bazı kayıplara sebep olacaktır. Dış ticaretin kolaylaşmasına yönelik oluşturulan politikalar ise, etkin kaynak dağılımı neticesinde bazı kazançların oluşmasına yol açacaktır (Şengönül ve Tuncer, 2004: 163).

Robert Solow'un teknolojik büyüme oranı ve nüfus artış hızını sabit olarak kabul ettiği neo klasik büyüme modeli içerisinde uyguladığı politikalarının, kişi başına gelirin seviyesi üzerinde bir etkisi olduğundan bahsedilirken, büyüme hızı üzerinde herhangi bir etkisinden bahsedilmemektedir. Diğer bir deyişle, dış ticaret ile diğer makroekonomik politikaların uzun dönemdeki büyüme hızı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı savunulmaktadır. Bahsedilen bu model içerisinde, teknoloji ve nüfus faktörlerinin büyüme hızları dışsal olarak sabit bir şekilde büyüdüğünden dolayı, hükümet politikaları uygulanmamaktadır. Kurumsal tartışmalar, ekonomik sürecin bir şok içerisine girmesi halinde yapılan müdahalenin ekonominin durağan durum dengesine yeniden kavuşmasına yardımcı olunabilmesi konularına odaklanmıştır (Snowdon vd., 2005: 603).

Teknolojiyi ekonomik büyümenin önemli faktörü olarak ilk defa ortaya atan Robert Solow, teknolojik gelişmelerin tüm üreticiler için eşit uzaklıkta olduğunu savunmuştur. Dışsal ekonomik büyüme modelinde teknoloji, üretim fonksiyonu haricinde hareket eden dışsal değişken şeklinde oluşturulmuş ve toplam tasarruflar aracılığıyla finanse edilen bir sermaye birikim sürecinin büyüme üzerinde etkisinin olduğu varsayımına dayandırılmıştır. Dolayısıyla bu süreçte, sermaye iş gücü oranı

üzerinde bir artış görülmekte ve görülen bu artış giderek sermayenin marjinal ürünü üzerinde bir azalışa neden olmaktadır (Dalgıç, 2013: 188).

Solow modelinin en önemli iki özelliği şunlardır (Özlale, 2007:1):

1. Bu model içerisindeki temel hipotezlerden biri, teknolojik gelişmenin iktisadi etkenlerden bağımsız bir şekilde hareket ederek ekonomik büyüme üzerinde bir etkisinin bulunmasıdır. Ülke içerisindeki işgücü kalitesi veya sermaye birikiminin teknolojik gelişme üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Dolayısıyla bunlara paralel olarak teknolojik gelişmenin, sermaye verimliliği veya işgücünü etkilemediği varsayımı ortaya çıkmaktadır. Teknolojik gelişme ile birlikte varılan bu varsayımdan dolayı bu model, dışsal büyüme modeli şeklinde ifade edilmektedir.
2. Süreç içerisinde ülke ekonomilerinin büyüme rakamlarının birbirine yaklaşacağı öngörüsü, bu modelin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır.

Ancak konu ile alakalı literatürde, uygulanan ampirik çalışmalar ülke ekonomilerinin büyüme rakamlarının birbirine yaklaştığını net bir şekilde reddederek, bilakis gelişmekte olan ülkeler ile sanayileşmiş ülkeler arasında oluşan farkın gittikçe yükseldiği yönünde deliller sergilemeye başlamışlardır ve devamında teknolojik gelişme neticesindeki temel hipotezlerin ortadan kaldırıldığı içsel büyüme modelleri ortaya atılmıştır. Bu modellerin önemli varsayımlarından biri teknolojik gelişme, emek-sermaye arasında birbirlerini pekiştiren bir yapıyı ortaya koymalarıdır. İçsel büyüme teorisinin özellikleri şunlardır (Romer, 1994: 3):

1. Ekonomi içerisindeki emek-sermaye oranında görülen yükselişin, teknolojik gelişmeyi pozitif bir şekilde etkilediği varsayımını savunur.
2. Fiziksel sermayenin yanı sıra toplumsal ve beşeri sermayenin de ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olduğu savunulmaktadır.

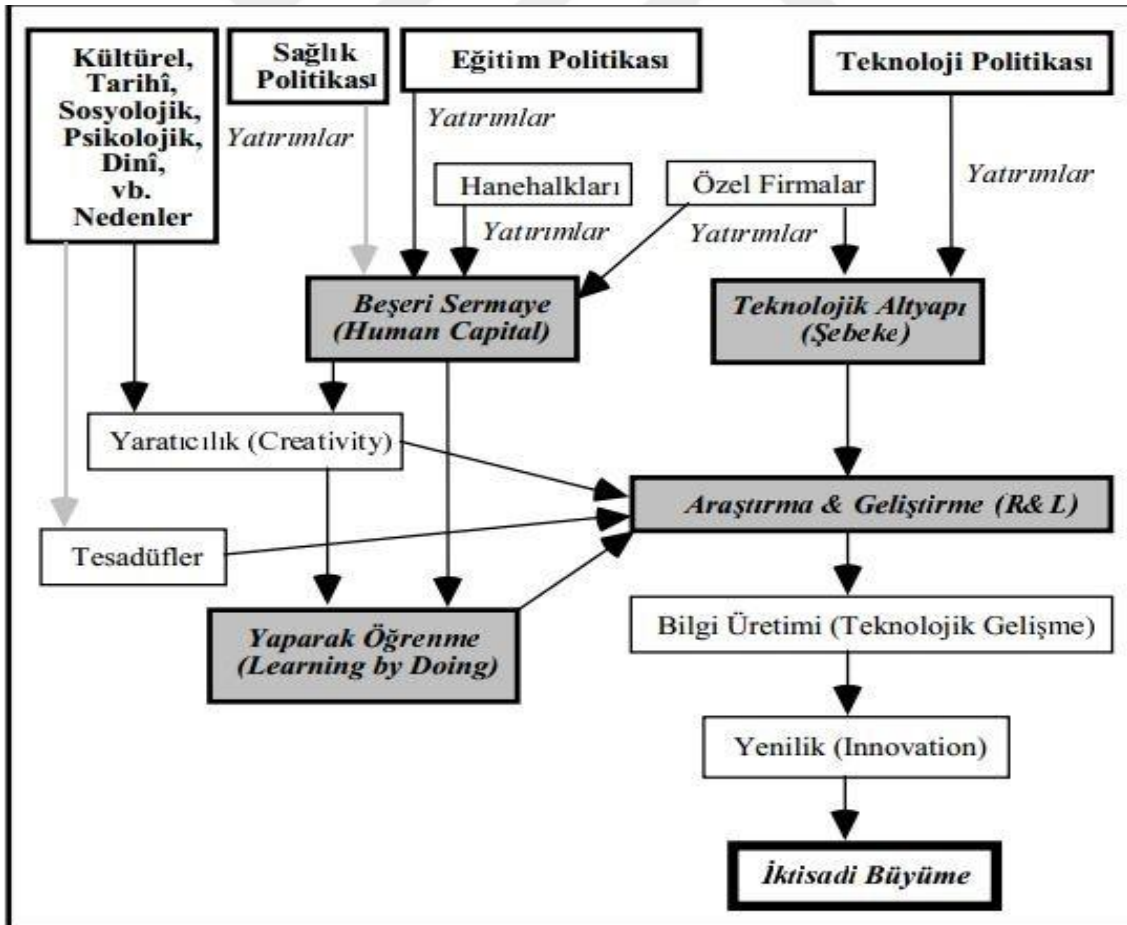
#### **2.2.4. Lucas'ın Beşeri Sermaye Modeli**

Yeni ya da içsel büyüme modellerinin ortaya atılma evresinde, teknolojik bilgi üretimi ile ilgili birbirleri ile bağlantılı olan aşağıdaki maddelerin üzerinde daha çok

durulması gerekmektedir (Levine ve Ross, 1990: 9-10):

1. Bilginin kullanımında, tüketiciler bakımından kimsenin dışlanmaması ve birbirlerine rakip olunmaması söz konusudur.
2. Teknolojik gelişme neticesinde meydana gelen bilgiden bir diğer ekonomik birimlerin ne seviyede faydalanabildikleri (taşımaların derecesi ya da teknolojik dışsallıklar) çok önemlidir.
3. Dışsallığın söz konusu olması halinde bilgi üretimine özel kesimin yanaşmak istemeyeceği ve dolayısıyla piyasa içerisinde bir aksaklık meydana geleceği bir gerçektir.
4. Bilgi üretimi ya da teknolojik gelişme ile beşeri ve fiziki sermaye yatırımları arasında bir etkileşim söz konusudur.

Şekil-5: Yeni Modeller Çerçevesinde İçsel Büyüme ve Belirleyicileri



Kaynak: Kibritçioğlu, 1998: 217.

Tek model ile tüm ekonomilerin büyümesini açıklamanın muhtemel olmayacağını savunan Lucas, dünya ekonomisinde yaşanan gelir ve büyüme farklılıkları ile uyumlu, durgun durum içerisine girmeyen, mekanik yapıya sahip genel geçer bir model oluşturmak istemiştir. Model içerisinde neo-klasik piyasa koşullarının uygulandığı, parasal etkenlerin analize dahil edilmediği bir ekonomide çıktı seviyesinin ( $Y$ ), etkin emek ( $N^e$ ) ve fiziki sermaye ( $K$ ) girdisi aracılığıyla belirlendiği kabul görülmüştür (Demir, 2002: 3).

$Y = F(K, N^e)$ . Bir ekonomi içerisinde ortalama olarak ( $h$ ) yetenek seviyesinde ( $N$ ) tane işçinin ( $u$ ) kadar zamanını cari üretim amacıyla kullanması durumunda;

- Etkin emek arzı ( $N^e$ ) =  $uhN$
- Çıktı fonksiyonu ( $Y$ ) =  $F(K, uhN)$  formülü ile ifade edilmektedir.

Bu fonksiyon çerçevesinde çıktı miktarında, işçilerin ortalama yetenek seviyesi ( $h$ ) ve çalışılan sürenin ( $u$ ) artması ile birlikte artış görülmektedir. Ayrıca daha sosyal ve okullaşma oranı ile daha çok bağlı olduğu kabul görülen beşeri sermaye birikimi, çalışmadan geriye kalan süreyle ( $1-u$ ) ilişkilendirilmektedir.

- $h(t) = h(t) \delta [1 - u(t)]$

Bu fonksiyona göre;

- $u(t)=1$  olması durumunda zaman bütünüyle mevcut üretimi geliştirmekle harcanmakta, işçilerin yetenekleri ile ilgilenip kendilerini geliştirmelerine zaman kalmamakta ve dolayısıyla beşeri sermaye birikimi sıfır olarak karşımıza çıkmaktadır.
- $u(t)=0$  olması durumunda ise, zaman bütünüyle yeteneklerin gelişimiyle harcanmakta ve dolayısıyla beşeri sermaye birikimi maksimum seviyesine ulaşmaktadır.

Yukarda gösterilen bu iki zıt durum arasında mevcut yetenek seviyesinde azalan getiri olmayacağı varsayılmaktadır.

Beşeri sermaye birikiminin sosyal aktivite şeklinde kabul görüldüğü bu modelde, beşeri sermaye birikimi fiziki sermayenin doğal bir modülü olarak kabul edilmemiş, daha çok okullaşma oranı, birtakım özel çaba ve harcamalar ile ilişkilendirilerek çalışma dışı süre ile anlamlandırılmıştır. Oysaki, beşeri sermaye

birikimi faktörü tüm bunlarla ilişkili olmakla beraber fiziki sermaye birikimi, hizmet içi eğitim ve yaparak öğrenme gibi etkenlerle de yakından ilişkilidir. Örnek verecek olursak, yaparak öğrenme modelinde üretim içerisindeki sürede ( $u$ ) görülen bir artış Lucas'ın modelindeki çalışma harici süre  $1-u(t)$  yi yükselterek beraberinde beşeri sermaye birikimini de arttıracaktır. Çalışma harici öğrenme ve yaparak öğrenme arasındaki bu zıtlıktan ve  $[1-u(t)+u(t)=1]$  olmasından yola çıkılarak beşeri sermaye birikimi formülü  $[h(t) = \delta h(t)]$  şeklinde ifade edilebilir (Lucas ve Robert, 1988: 22).

### 2.2.5.Romer'in Ar-Ge Modeli

Romer'in Ar-Ge modeli üç temel dayanak noktası üzerine kurulmuştur. Bu dayanak noktalarından ilkinin, ekonomik büyümenin merkezinde yatan teknolojik gelişme oluşturmaktadır. Modelin ikinci dayanak noktasını ise, teknolojik gelişme çerçevesinde oluşturulan piyasa teşvikleri tarafınca uyarılan firmaların uygulamış oldukları bilinçli kararlar oluşturmaktadır. Modelin üçüncü ve önemli dayanak noktası ise, bilginin üretim faktörü şeklinde üretim içerisinde kullanılması ile bir diğer üretim faktörlerinin kullanılması arasında ciddi farklar olduğudur. Bilgi üretiminde kullanılan tek seferliğe özgü maliyet haricinde, üretim içerisinde hangi ölçüde kullanılırsa kullanılsın üretim maliyetlerinde bir yükselişin oluşmasına sebep olmaz. Dolayısıyla bu durum, model içerisinde teknolojinin temel özelliğini oluşturmaktadır (Özer ve Çiftçi, 2008: 221).

Ülkeler arası ticaret aracılığıyla oluşan piyasa büyüklüğündeki yükselişin ve mal farklılaştırılmasının, gelir ve servet üzerindeki etkinin yanı sıra büyüme üzerinde de bir etki yaratması modelin en önemli özelliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla bu durum daha fazla geniş bir piyasa, daha çok araştırma ve daha çabuk bir büyümeye sebep olur. Bu modelde nüfus, piyasa büyüklüğünün ölçütü olarak değil, beşeri sermaye stoğu olarak ortaya çıkmaktadır (Romer ve Paul, 1989: 52).

Bu modelde büyüme, maksimum kar seviyesine ulaşmayı hedefleyen firmaların almış oldukları yatırım kararlarında ortaya çıkan teknolojik gelişme ile ilişkilendirilmiştir. Model içerisinde bahsedilen teknoloji, ne kamusal ne de geleneksel bir maldır. Teknoloji, rekabete dahil edilmeyen bir mal olarak kabul edildiğinden dolayı teknoloji piyasası, tekelci rekabet piyasasının özelliklerine sahiptir. Dolayısıyla teknolojik gelişme büyümenin temel dinamiğini oluşturmakla

birlikte Romer'in bu varsayımı içsel bir büyüme modeli ile anlamlandırılabilir (Romer, 1986: 22).

Teknolojide yaşanan bir gelişme, iktisadi karar birimlerinin daha fazla sermaye birikimine yoğunlaşmasına neden olur ve bu her iki gelişme iş gücü başına üretimin artmasını da beraberinde getirir. Ayrıca belirtmek gerekir ki model içerisinde teknolojide yaşanan bu gelişme, piyasa teşviklerini yakından takip eden iktisadi teşebbüslerin girişimleri ile meydana gelmektedir. Teknolojinin içsel hale gelmesine neden olan faktör de teşviki yapılan bu girişimlerdir. Fakat tüm bu teknolojik gelişimler tek bir teşvikten kaynaklanmamaktadır, teknolojinin en belirgin kullanımı bilgi stoku konusunda belli olmaktadır. Bilgi üretimi, ilk kez gerçekleşmesi halinde üretim sürecinde maliyetsiz olarak tekrar kullanılabilen bir mal niteliğine sahiptir. Dolayısıyla Romer'e göre yenilikler konusunda sahiplik hakları korunduğundan dolayı bilgi kamu malı şekline bürünmemektedir ve bu durum da beraberinde Ar-ge ve yeniliklerin özendirilmesine neden olmaktadır. Firmalar, tekelci rekabet koşulları içerisinde çalıştığından dolayı Ar-ge faaliyetleri neticesinde devamlı yeni bilgi ve ürün ortaya çıkarmaktadırlar. Böylece bu modelde, serbest piyasa gelir etkisi ve mal farklılaştırması düşüncesi değil, büyüme oluşturacağı varsayımı ortaya atılmıştır (Çiftçi ve Aykaç, 2011: 163-164).

### **2.2.6.Rivera-Batiz ve Romer Modeli**

Büyüme ve dış ticaret arasındaki ilişkinin ele alındığı bu model, Rivera-Batiz ve Romer isimli iktisatçılar tarafından ortaya atılmıştır. Mal ticareti ve yeni fikirlerin yayılması konuları bu model içerisinde yer edinmiştir. Girdilerin yatay olarak farklılaşması modelin temelini oluşturmaktadır. Girdi türündeki yükseliş nihai mal sektörünün verimliliği üzerinde olumlu bir etki oluşturmasına yol açmaktadır ve girdi türleri de Ar-ge faaliyetleri neticesinde üretilmektedir. Herhangi bir malın üretimi için piyasa içerisinde ne kadar çok girdi söz konusu ise, firmalar kullanılan girdi ölçüsünde kendileri için uygun girdi bileşimini tercih etme konusunda söz sahibi olabileceklerdir. Bu modelde teknolojik bilgi iki farklı yolla yayılmaktadır. İlk yol, Romer'in modelindeki uluslararası fikir ve bilgi akımları yolu ile oluşturulmaktadır. Yeni teknoloji ve yeni fikirleri içerisinde barındıracak şekilde mal ticareti aracılığıyla gerçekleşen ve laboratuvar gereçleri (Lab Equipment) ismiyle anılan bu model ikinci

yol olarak görülmektedir (Özer ve Çiftçi, 2008: 228).

İlk yol olarak bahsedilen modelde, bilgi kamusal bir mal özelliği olarak öne çıkmakta ve bilginin yayılması sıfır maliyet olarak gerçekleşmektedir. İkinci yol olarak tanımlanan laboratuvar gereçleri modelinde ise, bilginin yayılabilmesi için girdi ve ara malı ticaret ortamının oluşması gerekmektedir. Yeni teknoloji ve bilgiyi dahil eden mal ve girdi ticareti, verimliliğin artmasına imkan tanırken beraberinde de büyümenin artmasına neden olmaktadır (Romer ve Paul, 1989: 56).

### **2.2.7. Grossman ve Helpman'ın Modeli: Ürün Çeşitlendirmesi ve İçsel Teknolojik Gelişme**

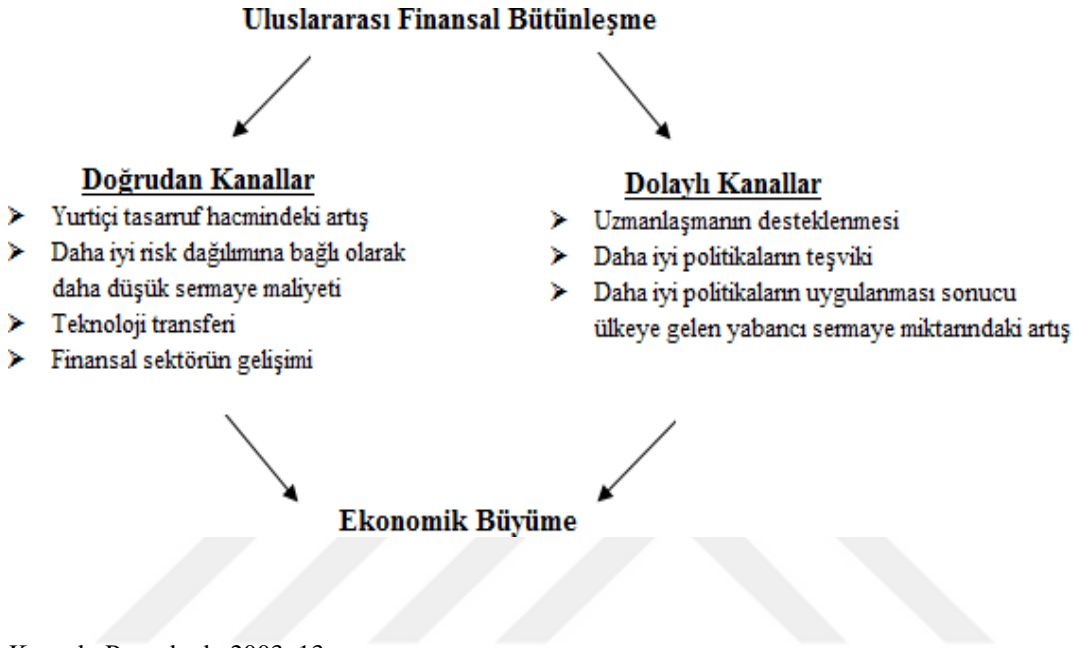
Modeli açıklamak adına temel varsayımları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Ateş, 1998: 35):

- Zamanın her aşamasında üretilmiş olan yeni ürün miktarı  $n(t)$ 'dir.
- Piyasa içerisindeki firma sayısını kar beklentileri oluşturur.
- Firmanın toplam karına bağlı değeri  $v(t)$  ve ürün çeşitlerinin miktarı  $n(t)$  veriyken, kaynak dağılımı ve statik dengenin elde edileceği fiyatlar çözülebilir.
- Ürünlerin fiyatları ücret oranının fonksiyonu olarak kabul edilir.
- Ücret oranını, serbest giriş koşulu belirler.
- Nominal piyasa faiz oranının sabit bir şekilde varsayılması toplam harcamaların normalleştirilmesinin sebebi olarak görülmektedir.

### **2.3. Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Büyüme Etkileme Kanalları**

Literatür içerisinde gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde katkı yaratacağı dolaylı ve doğrudan olmak üzere 2 farklı etki oluşturan çok fazla aracı değişkenin olduğu ifade edilmektedir. Bu aracı değişkenler "(Dell'Arricia vd., 2008; Köse vd., 2009a; Köse vd., 2010; Mirdala ve Rajmund, 2006; Prasad vd., 2003; Prasad vd., 2004; Wei ve Shang-Jin, 2006) isimli iktisatçılar tarafından yapılan çalışmalarda, dolaylı ve doğrudan kanallar olmak üzere iki farklı sınıflandırma dahilinde analiz edilerek uluslararası finansal sisteme olan entegrasyonun ekonomik büyüme oranları üzerinde etki oluşturmaya neden olmuşlardır. Sistemik bir şekilde etkileşim araçlarının hangileri olduğu konusu Şekil-6'da verilmiştir (Prasad ve Eswar, 2004: 36).

**Şekil-6: Finansal Bütünleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerinde Değişime Neden Olduğu Doğrudan ve Dolaylı Kanallar**



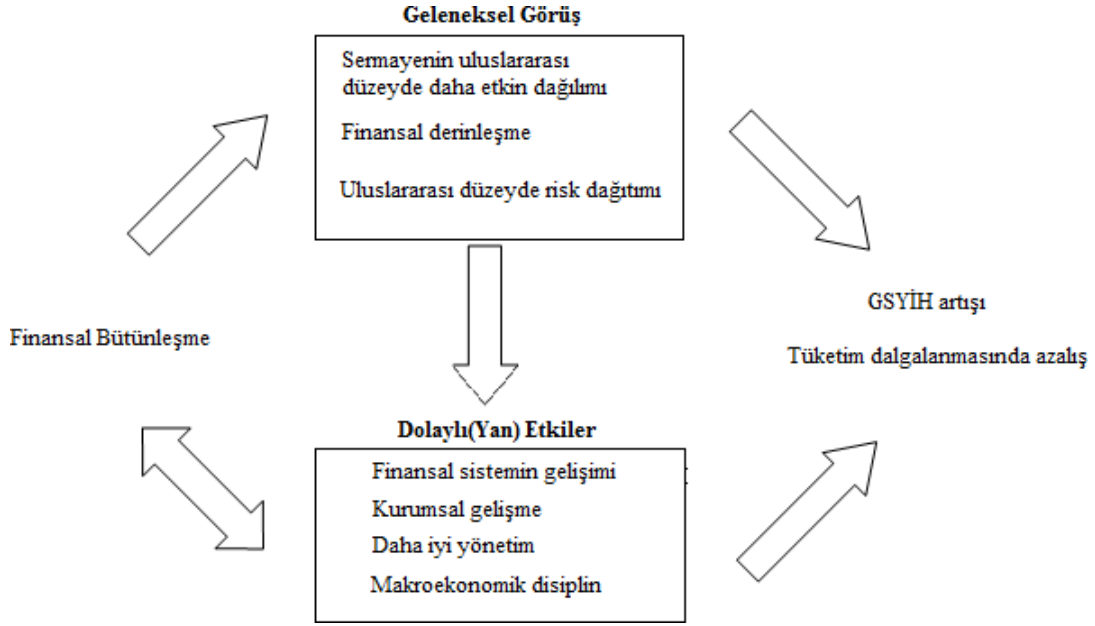
Kaynak: Prasad vd., 2003: 13.

Köse vd., 2009a; Köse vd., 2010; Prasad vd., 2003; Prasad vd., 2004 isimli iktisatçılar, dolaylı ve doğrudan olarak 2 farklı şekilde isimlendirdiği etkileşim kanallarını, hem geleneksel görüş hem de farklı bir bakış açısı görüşü ile ikili bir ayırımla ifade ederek açıklamaya çalışmışlardır. Geleneksel görüşte, sermaye akımlarının GSYH üzerinde arttırıcı bir etkiye sahip olmasıyla beraber tüketimdeki konjonktürün azalacağı ve ekonomik büyüme üzerinde destekleyici bir etkende bulunacağını savunan Prasad vd.'nin doğrudan kanallar olarak isimlendirdiği değişkenlerin öneminden bahsedilmektedir. Bununla birlikte geleneksel görüş içerisinde bulunan doğrudan kanallar içerisine ek olarak finansal bütünleşmenin ekonomik sistem içerisinde neden olduğu dolaylı (ikincil,yan) etkilerle katalizör görevini üstlendiği ve ekonomik büyüme oranlarını temel anlamda bahsedilen dolaylı kanallar vasıtaları ile etkilediğinin önemine vurgu yapılmaktadır (Köse vd., 2009a: 42; Köse vd., 2010: 4296-4299). Köse ve arkadaşlarının çalışmaları tarafından



derlenen finansal bütünleşmenin büyüme oranı ve tüketim konjonktürleri üzerinde bir etki oluşturacağı belirtilen aracı değişkenler Şekil-7’de verilmiştir.

**Şekil-7: Finansal Bütünleşmenin Büyüme Oranlarının Üzerinde Yaratmış Olduğu Etkiye Yönelik Geleneksel Görüş ve Dolaylı (Yan) Etkileri**



Kaynak: Köse ve Ayhan, 2009: 42.

Finansal bütünleşmenin temel anlamda dolaylı kanallar üzerinden büyüme oranlarında etki oluşturacak olması finansal liberalizasyonun kazanımlarıyla ilgili önemli konuları da açıklamaktadır. İyi bir kurumsal yapının ortaya çıkarılması, finansal piyasalar içerisindeki derinliğin sağlanması ve piyasa denetiminin geliştirilmesi zaman gerektiren ve dolaylı bir şekilde büyüme üzerinde etki oluşturacak etmenlerdir. Bahsedilen dolaylı etkiler neticesinde elde edilecek kazanımların kurumsal, yapısal ve makroekonomik politikalarda bir iyileşmeye gidilmesi ve bu değişmelerin zaman gerektirmesi, kısa süreçte finansal bütünleşme maliyetlerinin daha erken meydana çıkmasının esas sebebidir (Eswar vd., 2009a: 10-11).

Teorik modeller incelendiğinde büyüme ile finansal bütünleşme arasında birden çok etkileşim araçlarının olduğu görülse de uygulamalı çalışmalara bakıldığında görülen sonuçlar, iki değişkenin arasında ciddi bir nedensellik bağı olduğunu söylemenin güç olduğunu ve finansal entegrasyonun büyüme oranları üzerinde olumlu bir etkisi olsa bile bu etkinin belirgin ve istatistiksel anlamda önemli olmadığı, ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği anlamına gelmektedir. Bahsedilen iki değişken arasında olumlu bir ilişki olduğunun ifade edildiği çalışmalarda, finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme oranları üzerinde yaratmış olduğu pozitif etkilerinin yalnızca belirli şartların sağlandığı ülkelerde meydana geldiği, başka bir ifadeyle finansal bütünleşmenin kazanımlarının sağlanabilmesi için “eşik etkisinin<sup>1</sup> (threshold effect)” önemli olduğunun altı çizilmektedir (Prasad vd., 2003: 29; Wei ve Shang-Jin, 2006: 460). Ülkenin kurumsal kalitesi ve finansal gelişmişlik seviyesi, finansal bütünleşmeden beklenen kazanımların meydana gelmesini tanımlayan önemli faktörler olarak ortaya çıkmaktadır (Dell'Arricia, 2008: 17).

#### **2.4.Finansal Liberalizasyonun Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi ile İlgili Teorik Çerçeve**

Solow 1956 yılında yapmış olduğu çalışmasında neo-klasik büyüme modelinin temellerini açıklayarak bu modelde, yurtiçi sermaye miktarındaki yükseliş aracılığıyla ekonomik büyüme oranı üzerinde bir yükseliş oluşturulabileceğini öngörmüştür. Neo-klasik modelin bahsedilen varsayımı dahilinde, finansal liberalizasyonun sermayenin bol miktarda bulunduğu gelişmiş ülke ekonomilerinden, kıt ve getirisinin çok olduğu gelişmekte olan ülke ekonomileri yönünde eyleme geçmesi, yurtiçi tasarruflar adına tamamlayıcı bir etken olacak ve bu yolla yurtiçi yatırımlar beraberinde ekonomik büyüme oranının da yükselmesine yol açacaktır (Henry ve Peter, 2007: 887-888).

Finansal liberalizasyon teorisinin öncüleri olarak kabul edilen McKinnon ve Shaw, finansal sistemin gelişimini engellemesi ve dolayısıyla azalan büyüme oranlarına sebep olmasından dolayı, finansal baskı şeklinde isimlendirilen negatif faiz oranı ve fiyat oluşumuna devletin yapmış olduğu müdahale uygulamalarından vazgeçilmesi gerektiğini savunmaktadırlar. Tasarruf fonksiyonunu reel mevduat faiz

<sup>1</sup> Eşik Etkisi: Finansal gelişmişlik düzeyi ve kurumsal kalitesi belirli bir seviyeye ulaşan ülkelerde, finansal entegrasyon daha olumlu etkilere yol açar.

oranı ve reel çıktı oranının artan bir fonksiyonu, yatırım fonksiyonunu reel kredi faiz oranının azalan bir fonksiyonu ve büyüme oranının ise artan bir fonksiyon şeklinde değerlendirildiğinde, faiz oranlarının üzerine eklenen tavanların liberalizasyon neticesinde yok edilmesiyle artan faiz oranları, beraberinde tasarruf oranlarının yükselmesine ve bu durum da düşük getirili yatırım projelerin onaylanmamasına neden olacaktır. Dolayısıyla yatırımların verimliliğindeki yükseliş, çıktı hacmi üzerinde bir etki oluşumuna neden olacak ve finansal liberalizasyon politikalarının tasarruf eğilimini yükseltmesi ekonomik büyüme üzerinde de bir hizmet oluşturmasına imkan tanıyacaktır (McKinnon ve Ronald, 1973: 71-77; Shaw, 1973: 81-87).

Finansal liberalizasyon iç ve dış şeklinde iki eksenli olarak ele alındığında, ödemeler bilançosu içerisindeki sermaye işlemleri hesabının açılması ile birlikte ülkenin yabancı finansal sistemleri ile ilişkisinin daha da kuvvetlenmesi ve finansal yönden bütünleşmesinin de ekonomik büyüme üzerinde bir etkiye neden olacaktır. Finansal liberalizasyon süreci sonrasında serbest dolaşım olanağını elde eden yabancı sermaye, kendisi için en fazla getiriyi temin eden piyasaların arayışına girecek ve sermayenin kıt, getirisinin daha çok olduğu gelişmekte olan ülke ekonomileri doğrultusunda ilerlemesi, bahsedilen ülkelerdeki kaynak miktarının çoğalmasına neden olacaktır. Riskin küresel bir şekilde dağılımı neticesinde sermaye maliyetlerinde yaşanan düşüş, ülke ekonomisindeki yatırım hacminin büyümesine neden olurken, teknoloji transferi de verimlilik ve etkinlik artışı vasıtasıyla ekonomik büyümenin gerçekleşmesine hizmet etmiş olacaktır. Bununla birlikte finansal sistemin daha da gelişmesi ve yeni finansal araçların kullanımı da finansal sistem içerisinde kalite artışına ve rekabet oluşumuna katkı sağlayacaktır (Schmukler ve Sergio, 2008: 48).

Konu iç finansal liberalizasyon çizgisinde menkul kıymetler piyasasıyla ilgili düzenleme çalışmalarının ekonomik büyümenin üzerinde oluşturacağı etki bakımından ele alındığında, finansal liberalizasyonun pozitif büyüme şeklindeki tahminin tersine büyüme oranlarını olumsuz bir şekilde etkileyebileceği gözlemlenir. Demirgüç-Kunt ve Levine isimli iktisatçılar, finansal piyasalar içerisinde yaşanan likidite çoğalışının üç kanal vasıtasıyla ekonomik büyümenin azalmasına neden olacağını öngörür. Bahsedilen kanallardan ilki, yatırım getirisindeki artış

seviyesinin ikame ve gelir etkileri neticesinde tasarrufları düşürerek ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratmasıdır. İkinci kanal olarak düşük düzeydeki belirsizlik, riskten hoşlanmayan yatırımcıların yatırım yapma konusunda özenmelerine yol açacak ve geleceğe dair daha net bir şekilde tahmin yapabilen kişiler olarak mecburi tasarruftan cayma hakkını kullanabilmelerine neden olacaktır. Son kanal olarak menkul kıymet piyasası içerisindeki likidite, yatırımcıların ellerinde tuttıkları varlıkları hemen satabilme olanağı tanıdığından yatırımcılar üzerinde miyopi etkisi oluşturarak ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki oluşmasına yol açabilir (Demirgüç vd., 1996: 230).

Finansal bütünleşme olgusunun kriz oluşturma olasılığına rağmen finansal yönden dış dünya ile daha çok etkileşimde olan ülke ekonomilerinin diğer ülke ekonomilerine göre kişi başı gelir oranlarında ve yaşam kalitelerinde daha iyi pozisyonda olmaları, finansal bütünleşmenin büyüme oranları üzerinde pozitif etkisi olduğunu kabul eden çalışmalarda sıklıkla yinelenmektedir. Bilhassa konu ile alakalı son zamanlarda yapılmış olunan analizli çalışmaların bulguları, finansal bütünleşmeden büyüme oranı üzerindeki iyileşme yönüne doğru bir nedenselliğin varlığını ortaya koymuş olsa da bu ilişkinin sürekli geçerli olduğunu savunmak doğru olmayacaktır (Köse vd., 2003: 3).

Yatırım yapmak ekonomik büyüme için bir zorunluluk olarak görülmektedir. Yabancı sermaye hareketlerinin yatırım ve tasarruf oranları üzerinde arttırıcı bir etki oluşturduğuyla ilgili varsayımı, finansal liberalizasyon teorisinin en önemli hipotezi olarak varsayılmaktadır. Cari açık yalnızca ihracat ve ithalat oranları arasında oluşan farktan değil, bununla beraber yatırım ve tasarruf oranları arasındaki farktan da bahsetmektedir. Dolayısıyla yatırım tasarruf eşitliğinin sağlanamaması, cari işlemler dengesinin sağlanamamasının arkasında yatan bir neden olarak görülmektedir (Mangır ve Yılmaz, 2009: 6).

Teori içerisinde finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı analiz eden çalışmaların bulguları olabildiğince farklılık göstermekte ve bu sebepten dolayı bu konuyla ilgili fikir anlaşmasının varlığından bahsedilememektedir. Çalışmaların bir bölümünde finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etki oluşturduğundan söz edilse de, çalışmaların daha büyük bölümünde finansal liberalizasyonun yüksek büyüme

rakamlarını elde edebilmek için gerekli olmadığı gösterilmekte ve her ülkede değişen karma bulguların varlığından söz edilmektedir (Arestis vd., 2005: 99). Arestis ve Demetriades isimli iktisatçılar ise konuyu nedensellik ilişkisi tarafından izah ederek seri büyüyen ülke ekonomilerinin finansal sistemlerini liberalize etmelerini daha muhtemel olarak değerlendirmekte ve bu sebeple ekonomik büyümeden finansal gelişmişlik yönüne doğru zıt bir nedensellik ilişkisinden söz etmektedirler (Arestis vd., 1997: 790).

Finansal liberalizasyon ve büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmaların bu denli karışık sonuçlara varmasının sebebi olarak iktisatçılar tarafınca ortaya atılan gerekçeler üç esas noktada birleşmektedirler. Bu gerekçelerden ilki, çalışmaların pek çoğunda ülkelerarasındaki gelir farklılığının nedeni olarak ülkedeki sermaye-emek oranı olarak görülmemekte onun yerine soft faktörler şeklinde isimlendirilen hukukun üstünlüğü ve yönetim gibi faktörlerden kaynaklandığı düşünülmektedir. Bahsedilen soft etkenler ülke içerisindeki büyüme oranları üzerinde dolaylı bir şekilde etki etmesine rağmen standart regresyon analizi çerçevesinde bu etmenlerin açıklanması mümkün olarak görülmemektedir (Prasad vd., 2003: 2-3). Gerekçelerden ikincisi ise, liberalizasyonun hatalı bir sıralama izleyerek uygulanmış olduğu bazı gelişmekte olan ülkelerde liberalizasyon politikaları bankacılık ve para krizlerinin sebebi şeklinde algılanmış ve bahsedilen krizlerin çıktı hacmini düşürmesi büyüme oranları üzerinde de bir gerileme yaşanmasına neden olmuştur. Finansal liberalizasyon ve büyüme oranı arasındaki ilişkiye yönelik elde edilen bulguların çeşitliliğine sebep olacak diğer bir neden ise yaygın bir ölçek içerisinde yer alan farklı birçok ülkede liberalizasyonu tanımlama ve ölçmede meydana gelen güçlükten kaynaklanabilir. Çalışmalarda ele alınan zaman dilimi, uygulanan ölçme yöntemleri, uygulanan veri seti ve tahmin yöntemlerinin değişiklik göstermesi, aynı parametreler arasındaki ilişkiyi inceleyen birbirinden farklı çalışmaların bulgularının da çeşitlenmesine sebep olacaktır (Arestis vd., 2005: 102; Edison vd., 2004: 236-239).

Böylesine karışık bulguların elde edilmesinin diğer bir nedeni ise finansal bütünleşmenin büyüme oranı üzerinde oluşturacağı etkinin belirlenmiş bazı eşik ölçütlerinin aşılmasından sonra meydana geleceğine yöneliktir. Borenzstein ve arkadaşlarının yapmış olduğu çalışmada gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki doğrudan yabancı yatırımların büyüme oranı üzerinde oluşturacağı etkinin, ülkenin

beşeri sermaye seviyesine bağlı bir şekilde değişebileceği ifade edilmektedir. Beşeri sermayenin daha düşük bir düzeyde durduğu bir ülkede büyüme üzerinde yaşanacak olumlu etki kısıtlı kalacak, beşeri sermayenin belli bir eşğin üzerinde seyredildiği ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırımlar teknoloji transferi adına önemli olan bir aracı görevini üstlenerek, ev sahibi olan ülkedeki büyüme oranları üzerinde olumlu sonuçlar yaşanmasına yol açacaktır (Borensztein vd., 1998: 117). Bununla birlikte sermaye akımının gelişmekte olan ülke ekonomileri içerisine doğrudan yabancı yatırım olarak girmesi, bahsedilen ülkelerde teknolojik faktörlerin yaygınlaşmasına katkıda bulunarak yönetim ve bir diğer organizasyonel uzmanlıkların da gelişmiş ülkeler üzerinden öğrenilmesine destekte bulunmuş olacaktır (Prasad vd., 2007a: 474).

Caprio ve Hanson isimli iktisatçılar finansal liberalizasyon ve makroekonomik krizler arasında oluşan iki yönlü ilişkinin altını çizerek, finansal liberalizasyonun beklenen olumlu izlenimlerine karşın neden tüm ülkelerde büyümeyi desteklemediği sorusunu cevaplamışlardır. Finansal krizler, ekonomi içerisindeki mevcut problemler, regülasyon ve denetim eksiklikleri sebebiyle meydana gelmesine rağmen, bu sorunların var oluşu özellikle liberalizasyonla ilgili politikaların hayata geçirilmesi ile birlikte anlaşılacağından dolayı krizlerin sorumlusu olarak serbestleşme uygulamaları görülmektedir. Bu sebeple liberalizasyonun tetiklediği finansal kriz, liberalizasyonun olumlu tesirlerini maskeleyeceğinden dolayı kazanımlar yalnızca uzun vadede yani krizlerin negatif tesirlerinin azalmaya başlamasından sonra kendini belli edecektir (Caprio ve Hanson, 1999: 17-18).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### **FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ: SEÇİLMİŞ OECD ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR PANEL VERİ ANALİZİ**

Çalışmanın bu bölümünde, finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkileri panel veri analizi yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Bu amaçla verilerine ulaşabilen 15 OECD ülkesi kapsamında 1980-2019 dönemleri arasında analizlere dahil edilmiştir.

Finansal liberalizasyon için kullanılan araç değişkenlerin (Geniş tanımlı para arzı, Özel sektöre verilen yurtiçi kredi, Brüt sabit sermaye oluşumu ve Doğrudan yabancı yatırımlar) ekonomik büyüme üzerindeki ekonometrik etkisinin tespiti için yürütülen bu çalışmada ilk olarak konu ile alakalı yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra veri seti, yöntem hakkında bilgilendirmeler yapılmıştır. Son olarak ampirik bulgular neticesinde gerekli testler uygulanıp çıkan sonuçlar bağlamında yorumlamalar yapılmıştır.

#### **3.1.Literatür Taraması**

Finansal liberalizasyon varsayımının teorik anlamda altyapısını oluşturan McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal baskı şeklinde isimlendirdikleri faiz oranları ve fiyat oluşumları ile ilgili uygulamış oldukları müdahaleci uygulamaların ekonomik yapı içerisinde finans kesiminin nispi büyüklüğünü düşürücü ve ekonomik büyüme oranlarını azaltıcı negatif etkilerinden söz etmişlerdir. Bahsedilen hipotez, temel anlamda finansal baskı neticesinde düşük düzeylerde tutulmaya çalışılan faiz oranlarının firma ve hanehalkını tüketime doğru yönlendireceği ve beraberinde tasarruf yapmaktan vazgeçirterek ekonomi içerisinde bir daralmaya gidileceği düşüncesi üzerine ortaya atılmıştır. Bunlara ilave olarak kredi faiz oranları üzerine koyulan kısıtlayıcı uygulamalar, yüksek faiz oranlarında kazanç elde edemeyen birtakım yatırım projelerini karlı yapması sebebiyle yatırımların etkinliği üzerinde de negatif etki oluşmasına yol açacaktır. Ekonomi içerisinde baskı oluşturan bu tarz uygulamaların kaldırılması, ülke ekonomisinde etkinlik artışı ve tasarruf hacmindeki artış neticesinde toplam çıktı hacmini destekleyecek faktörler şeklinde ele alınmaktadır (McKinnon ve Ronal, 1973: 142).

Blomström vd., (1992), gelir seviyesinin yüksek kabul edildiği gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yabancı yatırımların büyüme oranları üzerinde ciddi bir etki oluşturduğunu tespit ederken, düşük gelirli olarak kabul edilen ülke ekonomilerinde ortaöğrenim ve işgücüne katılım oranları arasındaki farklılıklardan dolayı bu güçlü etkiden söz etmenin imkansız olduğunun önemini ortaya koymuşlardır.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme oranları arasında oluşan etkiyi sermaye işlemleri hesabı liberalleşmenin büyüme oranları üzerindeki etkisi konusunda ele alan çalışmaların bulguları da olabildiğince çeşitlilik göstermektedir. Alesina vd., (1994), 1950-1989 dönemleri arasında 20 OECD ülkesinde uygulamış oldukları sermaye kontrollerinin büyüme oranlarını olumsuz etkilediğine dair hipotezin geçerli olmadığını ifade ederek kontrollerin büyüme oranları üzerinde herhangi bir etki oluşturmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Grilli ve Milesi-Feretti (1995), bu konuyla ilgili yapılan ilk panel veri analizi çalışmalarında gelişmiş ve gelişmekte olan 61 ülkeyi ele alarak, uygulanmakta olan sermaye kontrollerini ölçebilen göstergeler ile büyüme arasında meydana gelen etkileşimin var olduğu yönünde herhangi bir güçlü bulgu elde edememişlerdir. Bu çalışmaya benzer bulgu, Dornbush ve Reynoso (1989) isimli iktisatçılar tarafından da gözlemlenmiştir.

Calvo vd., (1996), gelişmekte olan ülke ekonomileri için yapmış olduğu panel veri analizi ile yabancı yatırımcıların doğrudan yabancı yatırım yapma düşüncesinde etkili olacak iç ve dış etkenleri ele aldıkları çalışmaları neticesinde ABD ekonomisinde uygulanan düşük faiz seviyelerinin 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülke ekonomileri adına sermaye girişlerinin kayda değer bir belirleyici faktörü olduğundan söz etmişlerdir.

Balasubramanyam vd., (1996), isimli iktisatçılar tarafınca 1970-1985 dönemleri arasında incelenen 46 gelişmekte olan ülke ekonomisi için dışa yönelik olarak ticaret politikalarını uygulayan ülkelerin doğrudan yabancı yatırımları neticesinde büyüme rakamları üzerinde daha çok kazanım oluşturacağı bulgusunu elde etmişlerdir.

Quinn (1997) ise çalışmasında sermaye kontrollerinin yoğunluğunu gösterge olarak kullanarak, bahsedilen bütün bulgulara zıt bir şekilde sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun büyüme oranlarını pozitif yönde etkileyen ve büyümeyi



destekleyici bir etken olduğundan bahseden ilk isimler arasında kendini göstermektedir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan yaklaşık olarak 100 ülkeyi 1975-1989 dönemleri arasında inceleyen Rodrik (1998) çalışması sonucunda finansal açıklık ve büyüme oranları arasında herhangi bir ilişki olmadığını ifade etmiştir.

Borensztein vd., (1998) benzer konu için çalışmış olduğu sanayileşmiş ve 69 gelişmekte olan ülke için yapılan bir diğer çalışmada, teknolojideki transferler için doğrudan yabancı yatırımların mühim bir araç olarak kabul edildiği ve yurtiçi yatırımlardan daha çok büyüme oranlarına katkı oluşturacağına yönelik ifadeler kullanmışlardır. Doğrudan yatırımların katkı oluşturacağı verimlilik yükselişi, beşeri sermaye stokunun belirlenen bir seviye içerisinde oluşturulduğu ülke ekonomilerinde görülecek ve yabancı yatırımlar ev sahibi olan ülkenin ileri teknolojiyi özümseme kabiliyetine göre büyüme oranlarına katkıda bulunacaktır.

Bosworth vd., (1999), doğrudan yabancı yatırımların yönetim bilgisi ve teknoloji aktarımına yardımcı olan yabancı sermaye bileşimlerine rağmen yabancı banka borçlanmalarının ve portföy yatırımlarının yurtiçi finans piyasaların kapsamının daha da artmasına ve derinleşmesine katkı sağlayacağını ifade etmişlerdir.

De Melo (1999), 1970-1990 arası dönemlerinde OECD ülkelerine üye olan ve olmayan ülkelere ortaya çıkardığı örnekleminde panel yöntemi ve zaman serisi ile doğrudan yabancı yatırımların çıktı hacmi, sermaye birikimi ve faktör verimliliği üzerinde oluşturduğu etkisini ele almış ve doğrudan yatırım ile büyüme oranı arasındaki bağlantısının her ülkenin kendine ait, zaman serisi analizlerinde incelenemeyen nitelikleri hakkında duyarlı olduğunu ifade etmiştir.

Bailliu (2000), 40 ülkenin 1975-1995 dönemlerindeki sermaye girişlerinin büyüme oranı üzerinde oluşturmuş olduğu etkiyi dinamik panel tekniği ile incelemiş ve yapmış olduğu analiz neticesinde bankacılık sektörünün ilerlediği ülke ekonomilerinde sermaye girişlerinin büyüme oranları üzerinde pozitif anlamda bir etki oluşturmasına rağmen bankacılık kesiminin yetersiz olduğu ülkelerde büyümenin sermaye girişlerinde negatif bir şekilde etkilendiğinden söz etmiştir.

Bekaert ve Harvey (2000a) çalışmalarında, hisse senedi piyasası bütünleşmesinin dünya piyasaları içerisindeki getiri oranları ve sermayenin maliyeti

ile aralarında oluşan korelasyonu ele almışlar ve çalışmalarında sermaye maliyetinde entegrasyon süreci içerisinde bir azalma yaşandığı sonucuna varmışlardır. Serbestleştirme politikalarını yürürlüğe koyan 19 ülkenin her biri birbirinden bağımsız olacak şekilde ayrı ayrı ele alındığında, incelenen 14 ülkenin büyüme oranlarında yükseliş yaşanırken, tüm ülkelerin ele alındığı regresyon sonucunda varılan sonuçlar da katsayıların pozitif bir şekilde olduğunu ortaya koymaktadır. Bahsedilen çalışma ile benzer bir sonucu elde eden Henry (2000), menkul kıymet piyasaları içerisinde liberalizasyon politikalarını yürüten 11 gelişmekte olan ülkenin ilk yıl 9 ülkesinde, ikinci yıl 10 ülkesinde ve üçüncü yılda ise 8 ülkesinde özel yatırım hacminde ani bir yükseliş olduğu elde edilmiştir. Bununla birlikte Henry (2003, 2007) de gelişmekte olan ülke ekonomilerinde uygulanan liberalizasyon politikaları sonucunda sermaye maliyetlerinde bir düşüş, işçi başına çıktı, yatırım hacmi ve kişi başına gelirden de bir yükseliş yaşandığını sonucunu ortaya koymuştur.

McKenzie (2001), 112 ülkenin 1960-1989 yılları arasındaki dönemlerini inceleyerek cari işlemler hesabına yapılan kısıtlama ve engellerin büyüme oranı üzerinde olumsuz bir etki oluşturduğunu ifade etmekle beraber uygulanan bir diğer kısıtlama ölçütlerinin büyüme oranları ile ilişkisine dair bir yorum yapmanın doğru olmayacağını savunmuştur.

Edwards (2001), sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun büyüme oranları üzerinde yapmış olduğu etkinin pozitif yönde şekillendiğini ifade etmiş ve devamında finansal liberalizasyon ile büyüme oranları arasında oluşan pozitif yönlü bağıın yüksek gelir seviyesindeki ülkelerde meydana geleceğini ve bahsedilen pozitif yönlü bağıın yalnızca belirli bir ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip ülke ekonomileri için geçerli olduğunu ifade etmiştir. Bu nedenden dolayı düşük gelir seviyesine sahip ülke ekonomilerinde finansal liberalizasyon ve büyüme oranları arasındaki pozitif etkileşimden söz etmek mümkün değildir.

Haveman vd., (2001), 1970-1989 dönemleri arasında 74 ülkeyi ele alan çalışmasında doğrudan yabancı yatırımların büyüme oranı üzerinde olumlu etkisinin olduğundan söz etmişlerdir. Soto ve Reisen (2001) ise, 1986-1997 yılları arasında 44 ülke için yapmış olduğu çalışma neticesinde yabancı sermaye akımları içerisinde büyüme oranları üzerine en faydalı katkıyı sağlayacak olan yabancı sermaye türlerinin portföy yatırım ve doğrudan yabancı yatırım olduğunu savunmuşlardır.

Bekaert vd., (2001) gelişmekte olan ekonomiler içerisinde yabancı yatırımcıların hisse senedi piyasasına giriş kısıtlaması uygulamalarının ortadan kaldırılmasından önce ve sonra ekonomik büyüme verilerinin konjonktürünü takip etmiş ve genelleştirilmiş momentler yöntemini (GMM) uygulayarak liberalizasyon olgusunun yıllık %1 düzeyinde reel ekonomik büyüme oranı üzerindeki yükseliş ile bağdaştırılabileceği ve bilhassa eğitim seviyesinin daha fazla olduğu ülke ekonomilerinde liberalizasyon uygulamasının ekonomik büyüme oranları üzerindeki etkisinin daha fazla oluşacağı sonucuna varmışlardır.

Edison vd., (2002), 57 ülkenin 1980-2000 arasındaki süreçlerini ele alarak finansal bütünleşmenin tek başına büyüme oranları üzerinde oluşturmuş olduğu etkiyi incelemişler ve finansal bütünleşmenin kurumsal kalite, bankacılık sektöründe meydana gelen gelişmeler, okullaşma oranı gibi parametrelerle olumlu bir ilişki kurduğunu ve bu parametreler olmadan finansal bütünleşmenin büyüme oranları üzerinde kendi başına pozitif bir etki oluşturamayacağını belirlemişlerdir.

Arteta vd., (2003), kurumsal kalitenin endekslerinden biri olarak görülen hukuka gösterilen güven ölçütlerinin ve finansal derinleşmenin sermaye işlemleri liberalizasyon süreci üzerinde yaratmış olduğu etkilerine göre değiştiğine dair güçlü bir kanıt elde edememişlerdir.

Leblang ve Eichengreen (2003), 21 ülkeyi ele alarak yapmış oldukları analizlerinin neticesinde sermaye hesabının liberalleşmesinin büyük bir problem olarak görülmediği ve her ekonomik problemin çözümünü içeren bir metot olmadığını, dolayısıyla finansal istikrarın hakim olduğu ekonomi içerisinde olumsuz etkilerden daha çok büyüme oranları üzerinde pozitif sonuçların meydana geleceğini ifade etmişlerdir.

Choe (2003), 1971-1995 yılları arasında ele aldığı 80 ülkede doğrudan yabancı yatırımlar ve büyüme ikilisi arasındaki nedensellik bağını incelemiş ve iki değişken arasında çift taraflı bir nedensellik bulgusuna rastlamakla beraber ekonomik büyüme yönünden doğrudan yabancı yatırımlar yönüne doğru olan nedenselliğin daha fazla güçlü olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Warnock ve Edison (2003) ise, 29 yükselen ülke ekonomisinde uygulanmakta olan sermaye kontrollerinin tamamıyla ortadan kaldırılması neticesinde sermaye maliyetlerinde bir düşüş yaşanmasına rağmen kısmi liberalizasyon halinde sermaye

maliyetinin yükseleceğini ifade etmektedir. Levine (2003), 1976-1993 yılları arasında 49 ülke için uzun dönemde büyüme oranları ve menkul kıymetler piyasası likiditesi arasındaki pozitif yönlü ve güçlü bir ilişki olduğundan bahsetmiştir.

Finansal liberalizasyon süreci sonrasında serbestleşme hareketine engel olmayan yabancı sermayenin girdiği ülkenin büyüme rakamları üzerinde ne gibi bir etki oluşturduğu yönünde çalışma yapılarak finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ikilisi arasındaki etkileşim analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu yönde incelenen çalışmalar daha çok ülkeye giriş yapan yabancı sermayeyi türlerine ayırarak büyüme oranları üzerindeki etkisini tespit etmeye çalışmaktadır. Ele alınan bu çalışmalarda finansal bütünleşme çabalarının ekonomik büyüme oranlarını olumlu bir şekilde etkileyerek desteklediğini ifade eden çalışmalar olabildiğince az olmakla beraber özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinden uygulanan analizlerin büyük bir çoğunluğu bahsedilen etkileşimin yönünün belirsiz ya da karma olacağı yönünde görüş ortaya atmaktadır. Elde edilen bulguların bu denli farklılık göstermesinin sebebi olarak Prasad vd., (2004), her bir çalışma için kullanılan sermaye akımı çeşidinin değişikliğinden dolayı büyüme oranı üzerinde oluşturacağı etkilerin de birbirinden farklı olarak ortaya çıkacağıyla ilişkilendirmektedirler. Prasad vd., (2004), bahsedilen çalışmada ülke içerisine giriş yapan sermayenin doğrudan yabancı yatırım olması durumunda yurtiçi yatırım ve çıktı hacmi üzerinde olumlu bir etki göstereceğinden söz etmişlerdir. Doğrudan yabancı yatırım ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen farklı çalışmaların bulgularının incelenmesi halinde ise bu çalışmaların 1990 yıllarına kadar bir geçmişe uzandığı anlaşılmaktadır.

Vanessche (2004), 65 ülkenin 1980-1997 arasındaki süreçlerini ele alarak yapmış olduğu çalışmasında uluslararası finansal bütünleşmenin gelişmekte olan ülkelerde de gelişmiş ülkelerde olduğu gibi yurtiçindeki finansal gelişmişliğe destekte bulunacağına dair bulgular elde etmiştir. Bununla birlikte 45 ülke için uygulanan bu analiz neticesinde finansal bütünleşmenin sanayi sektörü içerisinde reel katma değer artışında ilk dereceden olumlu yönde bir değişken olduğunu tespit etmiştir.

Carkovic ve Levine (2005), doğrudan yabancı yatırımların büyüme oranları üzerinde oluşturmuş olduğu etkinin beşeri sermaye stoğuyla ilişkili olduğunu ortaya atmışlardır. Bunun yanı sıra 1960-1995 yılları arası için panel tekniği ve basit en

küçük kareler yöntemi ile ele aldıkları çalışmalarında bu varsayımı destekleyen herhangi bir bulgu elde edilememiştir. Fakat ele alınan bu çalışmada finansal gelişmişlik seviyesinin büyüme ve doğrudan yabancı yatırım oranları üzerinde oluşturmuş olduğu etkinin pozitif olduğunu gözlemlemiştirlerdir.

Wang ve Blonigen (2005), 1970-1989 arasındaki dönemi onar yıllık olmak üzere iki ayrı periyoda ayırarak ele almışlar ve doğrudan yabancı yatırımların büyüme oranı üzerinde oluşturmuş olduğu olumlu etkisinin gelişmiş ülkelerin tam tersine sadece yeterli düzeyde beşeri sermaye stoğuna sahip gelişmekte olan ülke ekonomilerinde meydana geleceği neticesini elde etmişlerdir.

Klein ve Olivei (2005), daha önceden yayınladıkları çalışmalarını 2008 yılında, 1986-1995 ve 1976-1995 yılları arasında 21 OECD üyesi ülkesi, 23'ü Latin Amerika ülkesi olan toplamda OECD'ye üye olmayan 66 ülke için uygulamış oldukları regresyon analizi ile tekrardan gözden geçirerek yayınlamışlardır. Devamında sermaye işlemleri hesabı aracılığıyla finansal liberalizasyon sürecine geçen ülkelerde finansal derinleşme ve ekonomik büyüme oranlarının ne tür bir konjonktür izlediğini uygulamış oldukları analizleri neticesinde tanımlamaya çalışmışlardır. Uygulanan analiz neticesinde sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun 20 yılı geçkin zamanda finansal derinleşme yoluyla büyüme oranlarına katkıda bulunduğu dair hipotezin sadece sanayileşmiş ülkelerde kabul gördüğünü, OECD'ye üye olmayan ülkelerde ise bu hipotezin geçerliliğini kabul gören çok az delilin olduğunu saptamışlardır. Tüm bunlarla beraber gelişmekte olan ülke ekonomilerinde gereken kurumların oluşturulmasının ve uygun makroekonomik politikaların uygulanmasının ardından dışa açılacaklarını ifade eden düşünceleri reddetmişlerdir.

Klein (2007), orta gelir seviyesindeki ülkelerde finansal açıklığın büyüme üzerinde en çok etkiyi oluşturacağını fakat fakir ve zengin ülke ekonomilerinde bahsedilen olumlu etkiden söz etmenin muhtemel olmadığını açıklamıştır. Elde edilen bu netice, finansal açıklık ve kişi başı gelir düzeyi ile büyüme oranı arasındaki bağı ters-U şeklinde bir konjonktür izlediğini göstermektedir.

Toyoda ve Quinn (2008), gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomileri topluluğundan oluşan 94 ülkeye 1950-2004 yılları arasında zaman serisi ve yatay kesit metotları analizini uygulamışlar ve bu analiz neticesinde sermaye işlemleri

hesabı liberalizasyonunun iki ülke bandında da büyüme oranlarını olumlu bir şekilde etkilediğini ifade eden çalışmalar ile aynı sonuçları elde etmişlerdir.

Sermaye hesabının liberalizasyon sürecinden sonra ülkelerin büyüme verileri üzerinde kısa dönemli kazanımlar elde etmesine karşın bu etkinin orta ve uzun vadede tam aksine çevrilmesi, finansal açıklık ve büyüme arasındaki bağın süreç içinde değişken bir niteliğe sahip olması biçiminde ifade edilmektedir. Fratzcher ve Bussiere (2008), yükselen ve sanayileşen 45 ülkeyi inceleyerek zamanlar arasında değişen bu bağı onaylamışlardır. Liberalizasyon sürecinden sonra ilk başlarda borç akımları ve portföylerle yatırım patlaması meydana gelirken, orta ve uzun dönemde büyümeyi arttıracak ana etkenlerin yurt içerisindeki kurumsal kalite seviyesi, liberalizasyonun sıralaması ve doğrudan yabancı yatırım hacmi olduğunu vurgulamışlardır.

Vita ve Kyaw (2009), 1985-2002 dönemi arasında ele aldıkları 126 gelişmekte olan ülke için ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasında oluşan ilişkiyi analiz etmek amacıyla panel veri analizi uygulamışlardır. Ele aldıkları ülkeleri düşük, orta ve yüksek gelirli ülkeler olmak üzere üç ayrı gruba ayırarak GMM (Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi) tahmin yöntemini çalışmışlardır. Çalışmalarının sonucunda üst orta gelirli ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme ve portföy yatırımları arasında oluşan ilişkinin pozitif yönlü bir etki olduğunu elde etmişlerdir.

Vergil ve Karaca (2010), 1980-2005 yılları arasında gelişmekte olan ülkeler için uygulamış oldukları panel veri analizi neticesinde doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımların ekonomik büyüme oranları üzerinde pozitif bir etki oluştururken, kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme oranları üzerinde negatif etki oluşturduğunu elde etmişlerdir.

Kim vd. (2010b), 1960-2005 dönemi arasında OECD üyesi olan ve olmayan 87 ülke için ticari dışa açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Pesaran-Shin-Smith dengesiz panel veri analizi yöntemi ile analiz etmeye çalışmışlardır. Elde ettikleri analiz neticesinde uzun dönem içerisinde finansal gelişme ve ticari açıklık ikilisi arasında birbirini tamamlayan ve kısa dönemde ikame edici bir ilişkinin olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Ulaşan (2012), 1960-2000 dönemi arasını ele alarak ticari dışa açıklık ve ekonomik büyüme ilişkisini test etmek amacıyla geçiş ve gelişmiş ülkeler için

uygulamış olduğu panel nedensellik yöntemi sonucunda farklı ülke gruplarında farklı sonuçlar olduğunu elde etmiştir.

Bourdon, Mauel ve Vijil (2013), 1995-2009 dönemleri arasını 157 ülkeyi ele alarak incelemişler ve uygulamış oldukları GMM (Dinamik Panel) yöntemi sonucunda farklı ülke gruplarında farklı sonuçlar olduğunu elde etmişlerdir. Bununla beraber ihracatın çeşitlendiği ülkelerde ticari dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde oluşturmuş olduğu etkinin negatif olduğu sonucunu ortaya atmışlardır.

Niroomand vd. (2014), 1980-2011 yılları arasında 18 (emerging markets) yükselen ekonomi içindeki ticari açıklık ve ekonomik büyüme ilişkisini analiz etmek amacıyla ECM (Hata Düzeltme Mekanizması) testini uygulamışlardır. Elde ettikleri analiz sonucunda, tüm ele alınan ülkeler içerisinde kısa dönemde finansal gelişmenin ticari açıklık üzerinde bir etkisi olduğunu ve yine kısa dönem içerisinde değişkenler arasında güçlü bir bağ olduğu sonucunu ortaya atmışlardır.

Dao (2015), 1980-2010 dönemi için 71 ülkeyi ele alarak ticari dışa açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi OLS (En Küçük Kareler Tahmincisi) yöntemini kullanarak test etmeye çalışmış ve elde ettiği sonuç neticesinde ticari dışa açıklığın büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucunu elde etmiştir.

Idris, Yusop ve Habibullah (2016), 1977-2011 dönemi arasında 87 gelişmiş ülkeyi ele alarak liberalleşme sürecinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini test etmek amacıyla GMM (Dinamik Panel) yöntemini uygulamışlar ve analiz sonucunda finansal liberalizasyon sürecinin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğini elde etmişlerdir.

Tuncay ve Demir (2017), 2005-2015 yılları arasını ele alarak gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerini incelemek amacıyla uygulamış oldukları panel veri analizi yöntemi neticesinde finansal liberalizasyon sonrasında oluşan sermaye hareketlerinin üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla beraber gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon üzerindeki azaltıcı bir etkinin olduğu elde edilirken, özellikle GOÜ açısından sermayenin cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz olduğu elde edilmiştir.

Silajdzic ve Mehic (2017), 1992-2014 dönemleri arasını ele alarak AB geçiş ülkelerinin ticari dışa açıklık ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisini CCE (Ortak İlişkili Etkiler Tahmincisi) yöntemini kullanarak test etmeye çalışmışlar ve bu

çalışmalarında ticari dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde teknoloji yoğun üretim yapan ülke ekonomilerinde pozitif bir etki oluşturduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Kuzucu (2018), 2005-2015 dönemi arasında ele aldığı 52 gelişmekte olan ülke için sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde oluşturmuş olduğu etkiyi analiz etmek amacıyla panel veri analizi yöntemini uygulamış ve elde ettiği sonuçlar neticesinde gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımlarının ekonomik büyüme oranları üzerinde oluşturmuş olduğu etkinin belirsiz olduğu sonucunu bulmuştur. Portföy yatırımlarının tasarruf açığı söz konusu olan ülkelerde yatırımlar için bir finansman kaynağı oluşturması nedeniyle olumlu, fakat kırılganlığı yükselttiği ve bununla beraber finansal krizlere yol açtığı sebebiyle de olumsuz bir etki oluşturabileceğini belirtmiştir.

### **3.2. Veri Seti, Model ve Ekonometrik Yöntem**

Bu çalışma, 15 OECD (Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya, Kolombiya, Danimarka, İzlanda, İsrail, Japonya, Kore, Meksika, Norveç, İngiltere, İsveç, İsviçre, Türkiye, Yeni Zellanda) ülkeleri için 1980-2019 yılları arasını kapsamaktadır.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmek için panel veri analizine ait yöntemler kullanılmıştır. Analiz kapsamında seçilen ülkeler ve söz konusu dönemler, verilerin bulunabilirliği açısından belirlenmiştir. Çalışmada ekonomik büyüme göstergesi olarak ülkelere ait reel GSYH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) logaritmik şekilde kullanılmış ve bağımlı değişken olarak ise modele geniş tanımlı para arzının GSYH payı, özel sektör yurtiçi kredilerin GSYH payı, brüt sabit sermaye oluşumunun GSYH payı ve doğrudan yabancı yatırımların GSYH payı kullanılmıştır. Modellere dahil edilen veriler, Dünya Bankası veri tabanından kullanılmıştır.

Modelimizin spesifik formu aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

$$Y = f(K, FDI, KRD, M)$$

$$Y = \alpha + \beta_1 K_{it} + \beta_2 FDI_{it} + \beta_3 KRD_{3it} + \beta_4 M_{it} + \epsilon_{it}$$

Yukarıdaki modelde Y, bağımlı değişken olarak belirlenen reel gayri safi yurtiçi hasıla büyümesidir. K; brüt sabit sermaye oluşumunun GSYH payı, FDI; doğrudan yabancı yatırımların GSYH payı, KRD; özel sektörün GSYH oranı ve M



geniş tanımlı para arzının GSYİH oranı olup bağımsız değişkenlerdir.  $\varepsilon$  hata terimidir.

Uygulamalı analizde öncelikle değişkenler arasında betimleyici ve korelasyon ilişkileri incelenecektir. Daha sonra, yatay kesit bağımlılığı (cross sectional dependency) araştırılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı sorunu olmadığı tespit edilerek birinci nesil durağanlık testleriyle değişkenlerin birim kök içerip içermediği analiz edilmiştir. Durağanlık analizi sonucunda değişkenlerin farklı mertebeden durağan, yani  $I(1)$ , oldukları ortaya konulduktan sonra, değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisi, panel ARDL ile test edilmiştir. Eş bütünleşme analizi sonuçları, reel GSYH ile bağımsız değişkenler arasında uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Eş bütünleşme ilişkisi bulunduğu için veriler arasında nedensellik ilişkisi Panel Granger nedensellik analiziyle incelenmiştir.

### 3.3. Panel Veri Analizi

Panel veri analizindeki asıl amaç, zaman serisi ve yatay kesit verilerinin bir tek veri seti kümesi şeklinde ele alınarak, birimlere bağlı zaman serisi modelleriyle alakalı eş zamanlı bir biçimde tahminde bulunmaktır. Kısaca, panel veri analizi belirli olan bir zaman periyodu içerisinde kesit verilerin birbirleri ile aralarındaki bağların araştırılmasına ve tahminde bulunulmasına imkan tanıyan bir yöntem olarak ifade edilir.

Zaman serisi ve regresyon analizleri, geleceğin tahmin edilmesinde ve veri analizinde genellikle başvurulan iki önemli yöntem olarak bilinir. Zaman serisi analizinde incelenen bir ya da birkaç değişkene ait eş zaman aralıklar ile ölçülen veriler ele alınırken, regresyon analizinde ise geleneksel anlamda yatay kesit birimlerinden sağlanan veriler ele alınır (Frees, 2004: 9). Önceden de ifade edildiği üzere panel veri, bahsedilen iki tür verinin birleşiminden meydana gelir ve model genel anlamda aşağıda gösterilen eşitlik ile ifade edilir (Gujarati, 2003: 638);

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + e_{it}$$

$$i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Yukarda gösterilen  $t$  zamanı,  $N$  ise birimleri ifade etmektedir.  $Y$  değişkeni de, zaman ve birime bağlı bir şekilde farklı değerlere sahip olan bağımlı değişkeni belirtmektedir.

Panel veriler, zaman ve kesit boyutlarının uzunluklarını inceleyerek iki farklı türde isimlendirilmektedir. Bunlardan ilki;  $N$  kesit boyutunun,  $T$  zaman boyutundan daha küçük bir şekilde olduğu panel veri setleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çeşit panel veriler, mikro panel veya kısa panel şeklinde isimlendirilir. İkinci olarak ise,  $(T)$ 'nin zaman boyutunun daha küçük olduğu panel veri setleridir. Bu çeşit panel veriler de uzun panel veya makro panel şeklinde isimlendirilir.

Panel doğrusal regresyon modelini aşağıda belirtilen formül ile ifade etmek mümkündür;

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + e_{it} ; \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T_i$$

Yukarda gösterilen  $\beta$  eğim ve  $\alpha$  sabit terim şeklinde isimlendirilen regresyon katsayılarıdır.  $i$  hanehalkları, bireyler, ülkeler gibi kesit birimlerini ifade ederken,  $t$  ise bahsedilen kesit birimlerinin gözlemlerinin yapıldığı zaman noktasını ifade etmektedir.  $X_{it}$  bağımsız açıklayıcı değişken,  $i$ . kesit biriminin  $t$ . zaman noktasındaki  $X$  değerini ifade eder. Hata terimi olarak ifade edilen  $e$  ise, bağımlı değişkenin üzerinde bir etkisi olan ancak model içerisinde olmayan değişkenlerin etkisini kapsayan rastgele bir değişkendir.

Yukardaki eşitlikte gösterilen panel doğrusal regresyon modeli içerisinde, panel verinin oluşmasını sağlayan zaman verileri ile kesit birimlerinin homojen bir şekilde olduğu varsayılması sebebiyle zaman serilerinin veya kesitlerin özel etkilerini gösteren değişkenler model içerisine dahil edilmemektedir. Kendilerine has özelliklerin hesaba dahil edilmemesi halinde bu özellikler hata teriminde belirtilmektedir. Bahsedilen özelliklerin model içerisine alınmaması, otokorelasyon gibi sorunların oluşmasına ve açıklanan bölümün daha az olmasına sebep olmaktadır (İşbilen, 2005: 129).

### 3.3.1. Panel Veri Modelleri ve Tahmin Yöntemleri

Durağan bir zaman serisinde peş peşe gelen iki değer arasındaki fark bizzat zamandan kaynaklanmamakta, yalnızca zaman aralığından kaynaklanmaktadır. Bu

sebepten ötürü serinin ortalamasında zaman içerisinde değişme görülmemektedir. Fakat gerçek dünyadaki zaman serilerinin büyük bir çoğunluğu durağan olmadığı için serilerin ortalaması zaman içerisinde farklılık göstermektedir. Zaman serilerinin uyumlu bir model içerisine dahil edilebilmesi için bu serilerin öncelikle durağan bir duruma getirilmesi gerekir (Kutlar, 2005: 252). Serilerin durağan olmaması halinde birim kök içerirler. Bir seri içerisindeki birim kökün sayısı durağan olana kadar alınması gereken fark sayısına denktir.  $Y_t$  serisi 1 fark alınması durumunda durağan oluyor ise seri 1. dereceden durağan olarak isimlendirilir ve  $I(1)$  şeklinde ifade edilir. Genel anlamda seri  $d$  defa farkı alınınca durağan hale geliyor ise seriye  $d$ . dereceden durağan seri denir ve  $I(d)$  olarak ifade edilir (Akıncı, 2008: 43).

Gözlemlenen ve gözlemlenemeyen ortak etkileri;  $\varepsilon_{it}$  ise hata terimini göstermektedir.

Uygulamalı analizde öncelikli olarak değişkenlerin arasında yatay kesit bağımlılığının (cross sectional dependency) olup olmadığı incelenmiştir. Panel veri ekonometrisinde modelleme aşaması yapılmadan önce yatay kesit bağımlılığının olup olmadığının araştırılması gerekmektedir o yüzden yatay kesit bağımlılığı önemli bir problem olarak karşımıza çıkmaktadır. Panel veri analizinin geleneksel (birinci nesil) modellerinde, hata terimlerinin arasında yatay kesit bağımlılığının olmadığı ve eğimlerin homojen olduğu varsayılmaktadır. Veriye ulaşım imkanı kolaylaştıkça, daha çok zaman ve yatay kesit dahil olan verilerin kullanılması sonucunda, yatay kesit bağımlılığı önemli bir problem teşkil etmektedir (Mangır vd., 2018: 972).

Yatay kesit bağımlılığının önemsenmeyerek modellemeye devam edilmesi halinde pek çok sorunla karşı karşıya kalılabilmektedir. Bahsedilen sorunlardan ilki, hatalar arasında yatay kesit bağımlılığının olması halinde, geleneksel birim kök testleri sonuçlarında önemli derecede boyut bozulması meydana gelebilir (O'Connell, 1998: 15). Bununla birlikte, yatay kesit bağımlılığının önemsenmeyerek birinci nesil modellerinin uygulanması, model sonuçlarının yanlış ve çelişkili olmasına neden olabilir (Sarafidis ve Robertson, 2009: 80).

Yatay kesit bağımlılığını analiz edebilmek için uygulamalı literatürde çoğunlukla Perasan vd. (2008) tarafından ele alınarak geliştirilen, yanlışlığı düzeltilmiş LM testi (Bias Adjusted LM Test) uygulanmaktadır.

Zaman serisi analizlerinde öncelikle serilerin durağanlığının incelenmesi ve bununla beraber durağanlığın derecesinin bilinmesi oldukça önem teşkil etmektedir. Sonrasında değişkenlerin aynı dereceden durağan olduklarının bilinmesi durumunda değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin var olup olmadığını öğrenmek amacıyla eş bütünleşme analizine başvurulur. Fakat serilerin aynı dereceden durağan olmaması halinde Perasan ve Shin, Perasan ve Smith (1998) ve Perasan vd. (2001) isimli iktisatçılar tarafından ortaya atılmış olan Panel ARDL yöntemi uygulanmaktadır. ARDL yaklaşımı (gecikmesi dağıtılmış otoregresif model) değişkenlerin düzey  $I(0)$  ve ilk fark  $I(1)$  şeklinde farklı derecelerden durağan olmaları halinde eşbütünleşme bağlantılarının araştırılmasına olanak sağlamaktadır (Özdamar, 2015: 84).

Serilerin arasında oluşan eşbütünleşmenin varlığını incelemek için Kao (1999) ve Pedroni (1999) eşbütünleşme testleri uygulanmaktadır. Pedroni (1999) testinde bilinenin tam tersi çok değişkenli modelleri çözümlene amacıyla büyük katkıda bulunmuştur. Aynı zamanda Pedroni grupların içerisindeki ya da gruplar arasındaki etkileri analiz edebilmek amacıyla grup içindeki istatistiklerin N birime oranını kullanırken, gruplar arasındaki istatistik için de N grubu olan oranı kullanmıştır (Tekgün, 2017: 48). Bununla beraber Pedroni (1999) yatay kesit bağımlılığının söz konusu olmadığı varsayımında farklı 7 test ile panel verilerinin eşbütünleşik olup olmadığını test edilmesinde kullanılmaktadır. Bahsedilen 7 farklı testin 4'ü within tahmincisini, 3'ü ise between tahmincisini uygulayarak tahmin yapmaktadır. Kao (1999) eşbütünleşme testinde ise, bireysel sabitin olması durumunda uzun dönem varyansı ve Schwarz kriterini bulmak amacıyla Newey-West tahmincileri uygulanarak tahminde bulunmaktadır (Çınar, 2013: 180).

Pesaran vd. (1999), panel ARDL modeli için ilk olarak “ortalama grup tahmincisi (mean grup (MG))” ve ikinci olarak da “havuzlanmış ortalama grup temsilcisi (pooled mean (PMG))” olmak üzere tahminciler ortaya atmışlardır. Bu tahmincilerden MG tahmincisi ARDL spesifikasyonunun parametrelerine hiçbir şekilde kısıt uygulamaz ve uzun dönem parametrelerini bireysel ARDL tahminlerinden ortaya çıkarılan uzun dönem parametrelerinin ortalamasından elde eder. Fakat bu tahmincinin önemli bir eksikliği belirli parametrelerin paneli meydana getiren birimler içerisinde aynı olması hususunda izin vermemesidir. Bir diğer yöntem olarak ortaya atılan ikinci yöntem ise, dinamik sabit etkiler (DSE)

yöntemidir. DSE yöntemi sabit terimin gruplar içerisinde değişimine izin vermekte fakat tüm eğim katsayılarının ve hata varyanslarına homojen olarak dağılma özelliği (homojenite) atfetmektedir. DSE ve MG tahmincilerinde olmayan bu eksiklik PMG tahmincisi uygulanarak giderilmektedir. PMG tahmincisi uzun dönem parametrelerin paneli meydana getiren ülkeler vb. arasında aynı olmaları kısıtını uygulamakta fakat sabitin kısa dönem parametrelerin ve hata varyanslarının ülkeler arasında ayrılaşmasına imkan tanımaktadır. Böylece panel ARDL modeli içerisinde değişkenlerde uzun dönem homojenite ile ilişkili olarak kısa dönem heterojeniteye izin vermektedir. Bu modellemelerin problemlerinden biri bahsedilen iki alternatif tahminci arasındaki tercih sorunudur. Pesaran vd. (1999), Hausman (1978) testi ile uzun dönem parametrelerin homojenite testinin araştırılmasını önermişlerdir. Uzun dönem homojenite varsayımı doğrultusunda MG ve PMG'nin dengeli tahminciler olmalarına karşılık sadece PMG etkin tahmincidir (Güler, 2014: 152).

Pesaran vd. (1999) çalışmaları doğrultusunda ortaya atılan ve geliştirilen ARDL eşbütünleşme testi diğer eşbütünleşme metotlarına oranla daha çok avantaj içermektedir. Diğer eşbütünleşme yöntemlerinin tersine ARDL, çalışma altında olan bütün değişkenlerin aynı düzede birleştirilmesi gerektiği hususunda kısıtlayan bir varsayım direktmez. Diğer bir ifade ile çok değişkenli zaman serisi analizlerinde bazı serilerin düzey değerlerinde (I[0]), bazı serilerin ise ilk farklarında (I[1]) durağan çıkması halinde uygulanabilmektedir. İkinci avantaj olarak bir diğer kontegrasyon yöntemleri, örneklemin boyutuna duyarlı durumdayken, ARDL testi örneklem boyutunun küçük olması durumunda bile uygundur. ARDL testinin üçüncü avantajı ise ARDL yönteminin çoğunlukla bazı regresörlerin endojen olmaları durumunda bile uzun dönemli modelin ve geçerli  $t$  istatistiklerinin tarafsız bir şekilde tahminlerine olanak sağlamasıdır (Harris ve Sollis, 2003: 87; Şimşek, 2016: 71).

Granger 1969 yılında yapmış olduğu çalışmasında nedenselliği; "Y" nin tahmini, X' in önceki değerleri kullanıldığında X' in önceki değerleri kullanılmadığı durumuna göre daha başarılı olması hali" şeklinde tanımlamıştır. Bu test ile birlikte bir öngörü değil de nedensellik çıkarsaması yapıldığından dolayı değişkenler daha önceden durağanlaştırılmalıdır (Kalmanbetova, 2010: 64). Ekonomi içerisinde değişkenler trend veya mevsim bileşeninin etkisini gösterdiklerinden dolayı genellikle durağan değillerdir. Bahsedilen bileşenlerin etkisi dahilinde olan seriler  $Y_t$

ve  $X_t$  şeklinde ifade edilir ve serilerin bu bileşenlerin etkisinden çıkarılması durumunda kovaryans durağanlık sağlanmış olur.  $Y_t^*$  ve  $X_t^*$  sembolleri ile kovaryans durağan serileri ifade etmek mümkündür. Kovaryans durağanlık şartlarını taşıyan rassal  $Y_t^*$  ve  $X_t^*$  süreçleri için Granger anlamında nedensellik aşağıda gösterilen modeller yardımı ile ölçülebilir (Granger, 1969: 428).

$$Y_t^* = \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i}^* + \sum_{i=1}^m b_i X_{t-i}^* + u_{1t} \quad (1)$$

$$X_t^* = \sum_{i=1}^m c_i X_{t-i}^* + \sum_{i=1}^m d_i Y_{t-i}^* + u_{2t}$$

Yukardaki modellerde;

- $a_i, b_i, c_i, d_i$  = Gecikme katsayıları,
- $m$  = tüm değişkenler için ortak gecikme derecesi ( genişliği)
- $u_{1t}, u_{2t}$  = korelasyonsuz beyaz gürültü (white noise) dönemleri, anlamlarına gelmektedirler.

Anlık nedenselliğin incelenmesi durumunda ise, yukarda gösterilen (1) nolu modeller aşağıdaki gibi ifade edilebilir;

$$Y_t^* = b_0 X_t^* + \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i}^* + \sum_{i=1}^m b_i X_{t-i}^* + u_{1t} \quad (2)$$

$$X_t^* d_0 Y_t^* = \sum_{i=1}^m c_i X_{t-i}^* + \sum_{i=1}^m d_i Y_{t-i}^* + u_{2t}$$

Yukarda belirtilen  $X_t^*$  değişkeninden  $Y_t^*$  değişkenine doğru anlık nedenselliğin görülmesi halinde, 1. model içerisine dahil edilen bugünkü dönem ve geçmiş dönemlerdeki gözlem değerlerinin katsayıları istatistiksel şekilde anlamlı olur. 1 ve 2 nolu her iki modelin, olağan en küçük kareler (OEKK) yöntemi ile tahmini yapıldıktan sonra aşağıda ifade edilen sonuçlar elde edilebilir (Yaman, 2014: 30):

- $b_i$  değerlerinin belirli bir anlamlılık seviyesi ile istatistiksel şekilde anlamlı (sıfırdan farklı) olmaları halinde  $X_t^*$ 'nin  $Y_t^*$ 'ye sebep olduğu söylenir ve " $X_t^*, Y_t^*$ 'nin Granger nedenidir" şeklinde ifade edilir. Nedenselliğin " $X_t^*$ 'den  $Y_t^*$ 'ye doğru tek yönlü olduğu söylenir.

- $d_i$  değerlerinin belirlenmiş bir anlamlılık düzeyi ile sıfırdan farklı olmaları halinde ise,  $Y_t^*$ 'nin  $X_t^*$ 'ye doğru tek yönlü nedensellik olduğu söylenir.
- Yukarıda bahsedilen iki durumun da birlikte oluşması ( $b_i$  ve  $d_i$  değerlerinin belirlenmiş bir anlamlılık seviyesi ile sıfırdan farklı olmaları) halinde  $X_t^*$ 'nin  $Y_t^*$ 'ye ve de  $Y_t^*$ 'nin de  $X_t^*$ 'ye sebep olduğunu ve bu durumun da “ $X_t^*$   $Y_t^*$ 'nin,  $Y_t^*$  de  $X_t^*$ 'nin Granger nedenidir” şeklinde ifade edildiğini söylemek mümkündür. Bu durum, geri bildirim türünde nedensellik ya da iki yönlü nedensellik şeklinde belirtilir.
- $b_i$  ve  $d_i$  değerlerinin anlamlılık düzeyleri ile istatistiksel anlamda anlamsız olmaları (sıfırdan farklı olmamaları) hali iki değişkenin birbirinin sebebi olmadığı anlamına gelmektedir ve bu durum da “ $X_t^*$  ve  $Y_t^*$  birbirinden bağımsızdır” şeklinde ifade edilir.

### 3.3.2. Amprik Bulgular

Çalışmanın bu kısmında 15 OECD ülkesine ait veriler üzerinde yapılan panel veri analizi kapsamında yapılan uygulamaya ait bulgular beş aşamada raporlanmıştır. Birinci aşamada değişkenler arasındaki betimleyici ilişkiler ve korelasyon katsayıları test edilmiştir. İkinci aşamada değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığının olup olmadığı test edilmiştir. Üçüncü aşamada serilerin durağanlık sınavasını yapmak için birinci nesil panel birim kök testlerinden Levin-Lin ve Chu (LLC), Breitung, Im-Pesaran ve Shin (IPS), Fisher ADF, Fisher PP panel durağanlık testleri uygulanmıştır. Dördüncü aşamada, değişkenler arasındaki eşbütünlüşme ilişkisini görmek için panel ARDL, son aşamada ise Granger Panel Nedensellik testi uygulanmıştır.

#### 3.3.2.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi

Bu bölümde, 1980 – 2019 dönemini kapsayan analizde kullanılan değişkenlerle ilgili tanımlayıcı istatistikler aşağıda tabloda görülmektedir.

**Tablo-1: Tanımlayıcı İstatistikler**

Tanımlayıcı İstatistikler	Y	K	FDI	KRD	M
Ortalama	2.942996	23.23927	2.010752	90.55547	44.1422

<b>Medyan</b>	2.861211	22.67186	1.331751	79.26442	33.31
<b>Maximum Değer</b>	13.37617	38.96357	31.94135	308.9784	159.914
<b>Minimum Değer</b>	-6.77722	13.24785	-28.58479	11.21	7.84E-05
<b>Standart Sapma</b>	2.746333	4.360307	3.411174	57.2752	36.73839
<b>Çarpıklık</b>	0.097273	0.624049	1.766706	0.432464	0.680405
<b>Basıklık</b>	4.803192	3.427814	31.39227	2.168637	2.335925
<b>Jarque-Bera</b>	82.0967	43.44685	20431.05	35.92164	57.22444
<b>Toplam</b>	1762.855	13920.32	1204.441	54242.73	26441.18
<b>Toplam Kare Sapma</b>	4510.321	11369.34	6958.394	1961708	807126
<b>Gözlemler</b>	599	599	599	599	599

Tablo-1 incelendiğinde, analiz kapsamına alınan 15 ülkeyi temsil eden değişkenlerden büyüme 2.94, brüt sermaye birikimi 23.23, doğrudan yabancı yatırım oranı 2.01, özel sektör kredi oranı 90.55, para arzı oranı ise 44.14 ortalamaya sahiptir.

**Tablo-2: Korelasyon Analizi**

<b>Gözlemler</b>	<b>Y</b>	<b>K</b>	<b>FDI</b>	<b>KRD</b>	<b>M</b>
<b>Y</b>	1				
<b>K</b>	0.30	1			
<b>FDI</b>	0.044	-0.061	1		
<b>KRD</b>	-0.22	0.112	0.16	1	
<b>M</b>	-0.203	-0.0009	0.09	0.57	1

Tablo-2’de, korelasyon analizinin sonuçları ortaya konmaktadır. Tablo sonuçlarına göre bağımsız değişkenlerden brüt sermaye birikimi ile GSYH büyümesi arasında en yüksek korelasyon, geri kalan değişkenler ile ise zayıf ve negatif korelasyon bulunmaktadır. Korelasyonun negatif çıkması, finansal liberalizasyonun büyüme üzerindeki etkisinin giderek azaldığı yönünde değerlendirilebilir.

### **3.3.2.2. Yatay Kesit Bağımlılığı ve Homojenlik Test Sonuçları**

Ekonometrik analizlerin en önemli sorunlarından biri de nedensellik ilişkisinin sonuçlarının güvenilirliğini etkileyen sahte regrasyon sorunudur. Bu durumu önlemek için serilerin durağan olup olmadığını test etmek gerekir. Bu yüzden modele dahil etmeden önce serilerin durağanlık testlerini yapmak önemlidir. Ancak zaman serilerinden farklı olarak panelde durağanlık öncesi ülkelerin birbirleriyle olan ilişkilerin tespitiyle ilgili olarak kesitler arası bağımlılık durumlarını ifade eden yatay kesit bağımlılığı testi yapmak önemlidir.



Bu yüzden çalışmada ilk önce yatay kesit bağımlılığı testi gerçekleştirilmiştir. Yatay kesit bağımlılığının olup olmadığını test etmek amacıyla Breusch-Pagan (1980) LM ve Pesaran (2004) CD kullanılmıştır.

Yatay kesit bağımlılığı test sonuçları Tablo-3'te sunulmaktadır.

**Tablo-3: Yatay Kesit Bağımlılığı**

Test	İstatistik	Serbestlik Derecesi	Olasılık
<b>Breusch-Pagan LM</b>	4.646091	105	1
<b>Pesaran CD</b>	0.331275		0.7404

Tablo-3'te yer alan p değeri sonuçları neticesinde seriler arasında bütün anlamlılık düzeylerine göre yatay kesit bağımlılığının olmadığı sonucunu göstermektedir. Çıkan sonuca göre, analize dahil edilen ülkelerde meydana gelen yapısal değişimler birbirlerini etkilememektedir. Bu durumda metodolojik olarak analizimizde durağanlık analizlerinde 1. Nesil durağanlık testleri kullanılabilir.

### 3.3.2.3. Panel Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler analiz sonucunda güvenilir sonuçlar elde etmek amacıyla birim kök testine tâbi tutulmuştur. Paneli oluşturan yatay kesit birimlerinden birinde yaşanan bir şokun, diğer birimleri farklı seviyede etkilemesi daha gerçekçi bir varsayımdır. Bu eksikliği gidermek amacıyla yatay kesit bağımlılığını dikkate alıp durağanlığı sınavan testlere ikinci nesil birim kök testleri denilmektedir. Çalışmamızda yatay kesit bağımlılığı görülmediği için, Levin-Lin ve Chu (LLC), Breitung, Im-Pesaran ve Shin (IPS), Fisher ADF, Fisher PP birinci nesil birim kök testi kullanılmıştır. Tablo-4'te birinci nesil birim kök testi sonuçları gösterilmiştir.

**Tablo-4: Birim Kök Test Sonuçları**

Yöntemler	Düzye				
	Y	K	FDI	KRD	M
<b>Levin, Lin &amp; Chu t*</b>	-13.0876***	-2.67593***	-8.89037***	0.39802	21.8862
<b>Im, Pesaran and Shin W-stat</b>	-13.5669***	-4.20367***	-7.94861***	2.2862	17.1416
<b>ADF - Fisher Ki-Kare</b>	221.77***	68.2053***	125.901***	18.9031	3.58424
<b>PP - Fisher Ki-Kare</b>	230.234***	38.8379***	135.716*	18.0611	3.21744

\*\*\*P değerini gösterir < 1%, \*\*P değerini gösterir < 5%, \*P değerini gösterir < 10%

H0: Birim kök vardır. H1: Birim kök yoktur.

Tablo-4 incelendiğinde, Y, K, FDI değişkenlerinin düzeyde durağan oldukları görülmektedir. KR D ve M değişkenleri ise birinci farklarının alınmasıyla birlikte durağan hale getirilmişlerdir.

### 3.3.2.4. ARDL Testi Sonuçları

Verilere ait durağanlık analizi gerçekleştirildikten sonra verilerin farklı seviyede durağan olduğu anlaşılmış ve aralarındaki uzun dönemli ilişkinin araştırılması için durağanlık seviyelerini dikkate almayan ARDL testi kullanılmıştır. ARDL (ing:Autoregressive Distributed Lag Bound Test), gecikmesi dağıtılmış otoregresif sınır testi olarak isimlendirilen eşbütünleşme testidir ve serilerin aynı seviyede olsun ya da olmasın uzun dönemli ilişkiye ait analiz gerçekleştirebilmektedir. Uygun gecikme modeli olarak ARDL(1.1.1.1) modeli belirlenmiştir. Pesaran vd. (1999), ARDL modeline ait katsayıların panel analizinde tahminici olarak Mean Group (MG-Ortalama Grup) ve Pooled Mean Group (PMG-Havuzlanmış Ortalama Grup) kullanılmaktadır (Pesaran vd, 1999).

Pooled mean group (PMG), Mean Group (MG), tahminicileri arasında seçim yapmak için uygulanan Hausman testi sonuçlarına göre modelin tahmininde PMG Tahminicisinin uygun olduğuna karar verilmiştir.

**Tablo-5: Panel ARDL**

#### Uzun Dönem Denklemi

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık*
<b>K</b>	0.140356	0.00711	19.74012	0
<b>FDI</b>	0.073161	0.031393	2.33046	0.0202
<b>KRD</b>	-0.00377	0.001926	-1.95749	0.0508
<b>M</b>	-0.008802	0.003415	-2.577404	0.0102
<b>Hausman</b>	0.7967 (0.00)			

#### Kısa Dönem Denklemi

Katsayı	Katsayı	Standart Hata	t- istatistiği	Olasılık
<b>ECM</b>	-0.83988	0.067666	-12.41219	0
<b>DK</b>	0.954853	0.117254	8.143442	0
<b>D(FDI)</b>	0.082893	0.056113	1.477238	0.1402
<b>D(KRD)</b>	0.000976	0.028958	0.033711	0.9731

<b>D(M)</b>	0.006163	0.018994	0.3245	0.7457
-------------	----------	----------	--------	--------

ARDL modeli sonucunda hesaplanan uzun dönem tahmin sonuçları veya elastikiyet katsayıları Tablo-5'te gösterilmiştir. Tablo-5'e bakıldığında bağımlı değişkeni ekonomik büyüme olan uzun dönem denklemde FDI, K katsayılarının işareti beklenildiği gibi pozitif ve her iki tahminci için de %1 düzeyinde istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Doğrudan yabancı yatırım ve bürüt sermaye birikiminin artması ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Ancak kredi ve para arzı istatistiksel olarak anlamlı çıksa da teoriden beklendiği gibi pozitif katsayılı değil negatif yönlü çıkmıştır. ECM, hata düzeltme terimini ifade etmekte olup katsayısına bakıldığında uzun dönemdeki sapmaların yaklaşık %84'ünün bir yıl içerisinde düzeltildiği görülmektedir.

**Tablo-6: PMG Yatay Kesit Kısa Dönem Analizleri**

Değişkenler	Avustralya	Kolombiya	Danimarka	İzlanda	İsrail	Japonya	Kore	Meksika
<b>ECM</b>	-1.03**	-0.6***	-1.3***	-0.63***	-0.5***	-0.9***	-0.58***	-1.01***
<b>D(FDI)</b>	-0.051**	0.068	0.006*	0.06***	0.45***	-0.44	0.28	0.025
<b>D(K)</b>	-0.002**	0.004	-0.019**	-0.05***	-0.15***	-0.02**	-0.015	0.09***
<b>D(KRD)</b>	0.75***	0.69***	1.45***	0.78***	0.6***	1.23***	0.62**	1.24***
<b>D(M)</b>	0.030***	0.006***	-0.05***	0.043**	0.0017*	-0.04**	0.12**	-0.04**
Değişkenler	Norveç	İsveç	İsviçre	Türkiye	İngiltere	Amerika Birleşik Devletleri	Yeni Zelanda	
<b>ECM</b>	-0.35***	-1.01***	-0.8***	-1.1***	-1.07***	-0.86***	-0.78***	
<b>D(FDI)</b>	0.168***	0.03***	-0.08***	0.21	0.4**	0.088***	-0.02	
<b>D(K)</b>	-0.046***	-0.06***	-0.08***	0.35***	0.050**	0.025***	-0.06***	
<b>D(KRD)</b>	-0.12***	1.24***	1.08***	1.2***	1.8***	0.95***	0.71***	
<b>D(M)</b>	0.007	-0.08***	-0.14***	0.04***	-0.02***	0.11***	0.11***	

\*\*\* P değerini gösterir < 1%, \*\* P değerini gösterir < 5%, \* P değerini gösterir < 10%

Tablo-6, ülke bazında kısa dönem denklemini açıklamaktadır. Finansal liberalisasyon göstergelerinin büyüme üzerinde kısa dönem etkileri çoğu ülkede istatistiksel olarak anlamlıdır. Tablo sonuçlarına göre; doğrudan yabancı yatırım girişi Avustralya, İsviçre ve Yeni Zelanda ülkeleri için ekonomik büyüme ile negatif ilişkiye sahiptir. Türkiye hariç çoğu ülke de ise ekonomik büyüme ile pozitif yönde

ilişkili elde edilmiştir. Özel sektöre verilen yurtiçi kredinin GSYH'ye oranı Kolombiya, İzlanda, İsrail, Kore, Meksika, Türkiye, İngiltere ve ABD için GSYİH büyümesi ile pozitif bir ilişkiye sahiptir. Brüt sabit sermaye oluşumunun GSYİH'ye oranı, Norveç dışındaki tüm ülkelerde pozitif ilişkiye sahiptir. Geniş tanımlı para arzı (M3), sırasıyla Danimarka, Japonya, Meksika, İsveç, İngiltere ve İsviçre olmak üzere altı ülkede ekonomik büyüme ile negatif ilişkiye sahipken geri kalan Türkiye'de dahil ülkelerde büyüme üzerinde pozitif etki ortaya çıkmıştır.

### 3.3.2.5. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Çalışmada veriler arasındaki eş bütünleşme analizleri ARDL yaklaşımıyla uzun ve kısa dönem katsayı tahminleri yapıldıktan sonra, Vektör otoregrasyon (VAR) modeli ile Granger nedensellik testiyle seriler arasındaki nedenselliğin varlığı sınanacaktır.

Değişkenlerimiz farklı düzeylerde durağan oldukları için ve nedensellik testini gerçekleştirmek için bu değişkenlerin birinci farklarının alınması gerekmektedir (E. Kabaklarlı ile kişisel iletişim, 24 Aralık 2019).

**Tablo-7: Gecikme Uzunluğu Kriterleri**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-6950.466	NA	7210669	29.98046	30.02507	29.99802
1	-6210.127	1461.532	330287.9	26.8971	27.16476*	27.00246*
2	-6179.071	60.639	321790.2	26.871	27.36171	27.06416
3	-6153.983	48.44544	321698.1*	26.87062*	27.58439	27.15158
4	-6141.016	24.76125	338881.4	26.92248	27.85931	27.29125
5	-6116.975	45.38644	340380.8	26.92662	28.0865	27.38319
6	-6098.42	34.63231	350111.1	26.95439	28.33733	27.49877
7	-6081.687	30.86914	363017.4	26.99003	28.59602	27.62221
8	-6059.308	40.80213*	367417.4	27.00133	28.83037	27.72131

\*yukarıdaki içeriklerdeki minimum değeri gösterir.

VAR modelinde optimal gecikme uzunlukları, Schwartz ve Hannan-Quinn kriterleriyle saptanmaktadır. VAR aracılığıyla gecikme uzunluğu kriterlerini belirlemek için yapılan analiz sonucu nedensellik testini gerçekleştirmek için uygun

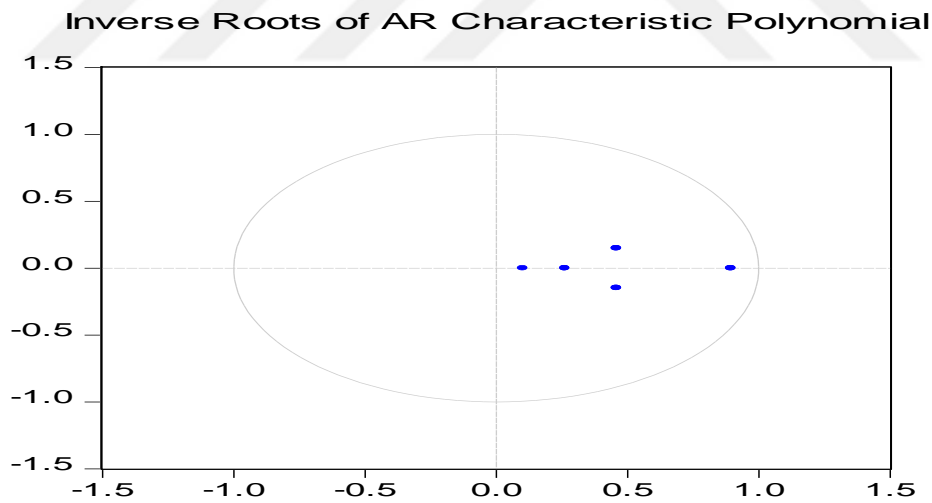
gecikme dönemi bir olarak belirlenmiştir. VAR modelimizin istikrarlı olup olmadığını Tablo-8’de yer alan aşağıdaki testler tarafından sınanmaktadır.

**Tablo-8: AR Kök Tablosu**

Kök	Modül
0.895098	0.895098
$0.459579 - 0.147734i$	0.48274
$0.459579 + 0.147734i$	0.48274
0.263838	0.263838
0.102619	0.102619

Tablo-8 aracılığıyla da görülebileceği üzere; hiçbir modülüs değeri referans aralığının dışında değildir. Bu durumda kurulan VAR modelinin istikrarlı olduğunu göstermektedir. Ayrıca istikrarı grafik üzerinden de değerlendirme imkanı sağlayan AR karakteristik Polinomunun Ters Köklerini birim çember analizi de Şekil-8’de görülmektedir.

**Şekil-8: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri**



Şekil-8, hiçbir AR kökünün birim çemberin dışında yer almadığını gösterdiği için kuracağımız VAR modeli durağan olmayacaktır.

Uygun gecikme ve güvenilirlik analizi gerçekleştirdikten sonra değişkenler arasındaki nedensellik testi VAR modeli ile Granger nedensellik yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Elde ettiğimiz sonuçlar aşağıdaki Tablo-9’da sunulmaktadır.

**Tablo-9: VAR Granger Nedensellik / Blok Dışsallık Wald Testleri**

H0 Hipotezi	F-İstatistiği	Olasılık
DK, Y'nin Granger nedeni değildir.	0.11877	0.7305
Y, DK'nın Granger nedeni değildir.	47.6625	1.00E-11
FDI, Y'nin Granger nedeni değildir.	1.82346	0.1774
Y, FDI'nın Granger nedeni değildir.	0.15219	0.6966
M3, Y'nin Granger nedeni değildir.	0.9428	0.332
Y, M3'ün Granger nedeni değildir.	3.65241	0.05
KRD, Y'nin Granger nedeni değildir.	4.33326	0.0378
Y, KRK'nin Granger nedeni değildir.	4.59623	0.0325
FDI, K'nin Granger nedeni değildir.	2.24259	0.1348
K, FDI'nın Granger nedeni değildir.	1.30993	0.2529
M3, K'nın Granger nedeni değildir.	0.09033	0.7639
K, M3'ün Granger nedeni değildir.	2.6198	0.1061

Tablo-9'un sonuçlarına göre; Y, DM'in Granger nedeni değildir", DKRD, Y'nin Granger nedeni değildir", Y, DKRD'nin Granger nedeni değildir", boş hipotezleri reddedilememektedir. Bu bulgular ışığında finansal liberalizasyon dönemi sürecinde ele alınan ülkelerde özel sektör kredi genişlemesi ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik, büyümeden parasal genişlemeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilirken, diğer değişkenle arasında Granger nedensellik ilişkisi elde edilememiştir.

## GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Ekonomik büyüme, ülkelerin gelişmesi konusunda önemli bir unsur olmakla beraber ekonomik kalkınma için oldukça gereklidir. Bundan dolayı ülke ekonomilerinin uzun dönem hedefleri arasında istikrarlı ekonomik büyüme yer almaktadır. Her ekonomide üretim ölçeğini genişletebilmek, kişi başına geliri arttırabilmek ve çıktı üretebilmek için farklı teknolojik bilgiler dahilinde ve farklı oranlarda beşeri sermaye, fiziki sermaye, doğal kaynak ve işgücü gibi girdiler bir araya getirilmektedir. Üretim faktörlerinin miktarları ise yalnızca uzun dönem içerisinde arttırılıp, kaliteleri de aynı şekilde yalnızca uzun dönem içerisinde iyileştirilebilmektedir.

Ekonomik büyüme ve gelişme süreci içerisinde yer alan klasik üretim faktörlerinin çağdaş iktisadi olayları açıklama konusunda yeterli olmaması, yeni arayışların ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu gerçekliklerin dile getirilmesiyle birlikte İçsel Büyüme Teorileri ortaya atılmaktadır. İçsel Büyüme Teorileri'ni doğuran ve 1980'lerde yoğunluk kazanan ampirik ve teorik çalışmalar Neo-Klasik Büyüme Teorisi'ne alternatif bir şekilde geliştirilmektedir. Bu durumda beşeri sermaye faktörü önemli bir yer edinmektedir.

İçsel Büyüme Teorileri beşeri sermaye, teknolojik gelişme, bilgi, Ar-Ge, ölçek ekonomileri ve yayılma etkileri gibi daha önceki büyüme teorilerinde dışsal olarak varsayılan faktörleri içselleştirerek hem gelişmiş ülke ekonomilerini durgun hale girmekten kurtarmakta hem de devletin yeniden ekonomi içerisinde etkin bir güç kazanmasına imkan tanımaktadır. Fakat İçsel Büyüme Teorisi'nde devletin girmiş olduğu rol Harrod-Domar Büyüme Modeli'ndeki üretici ve yatırımcı devletten çok daha farklıdır. Devletin Ar-Ge ve yeniliklerin teşvik edilmesi, iletişim ağlarının güçlendirilmesi, iyi bir eğitim hizmeti sunulması, mülkiyet haklarının düzenlenmesi ve korunması, dışa açık olan ekonomik sistemin sürdürülmesi, işlem maliyetlerinin düşürülmesi ve rekabetin önündeki engellerin kaldırılması gibi düzenlemeler istenmektedir. Bunların dışında devletin, bilgi akımına hız kazandıracak teknolojilerin kuruluşuna destekte bulunması beklenmektedir.

Bu tezde örnekleme dahil olan OECD ülke ekonomilerinde finansal piyasalara karşı uygulanan müdahaleci yaklaşımlar, 1970 yıllarının ortalarına kadar uygulanmakta olan iktisadi politikaların ortak noktalarından biri olarak ortaya

çıkılmaktadır. Bahsedilen müdahaleci yaklaşımlar; selektif kredi politikalarının uygulanması, kredi ve mevduat faiz oranlarının sınırlandırılması, sermaye hareketlerinin kısıtlanması ve bankaya olan girişlerinin yasaklanması olarak karşımıza çıkmaktadır.

Özellikle uygulanmakta olan düşük faiz politikaları, enflasyon oranlarının artış trendi gösterdiği dönemlerde negatif reel faiz oranlarının oluşmasına sebep olmuş ve bu durum devamında tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesini kısıtlayarak ekonomik büyüme oranlarının olumsuz bir şekilde etkilenmesine yol açmıştır. Shaw (1973) ve McKinnon (1973) faiz seviyesinin piyasadaki güçler tarafından belirlenebilmesi halinde enflasyon oranından daha düşük bir oranda belirlenmesini finansal baskı (financial repression) şeklinde ifade etmişlerdir. Finansal baskı durumu Shaw ve McKinnon tarafından reddedilmiş ve finansal sektörler içerisinde finansal liberalleşmenin oluşması gerektiğini savunmuşlardır.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki literatürde pek çok çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Özellikle de McKinnon-Shaw tamamlayıcılık varsayımının tasarruf, yatırım ve ekonomik büyüme arasında oluşan ilişkinin araştırılması şeklinde olup, ampirik çalışmalar sonucunda genel olarak ülke ekonomileri üzerinde istenilen etkiyi oluşturmamakla beraber finansal krizlere yol açtığına ilişkin bulgulara rastlanılmaktadır.

Bu tezde finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisine yönelik teorik ve ampirik literatür çalışmalarına kapsamlı bir şekilde yer verilmiştir. Çalışmanın devamında, ele alınan 15 OECD üye ülke ekonomilerinin 1980-2019 yılları arasındaki yıllık verileri kullanılarak finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında oluşan ilişki panel veri analizi yardımıyla test edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada bağımsız değişken olarak 15 OECD üye ülkelerinin GSYİH büyüme verileri kullanılmış ve geniş tanımlı para arzı, özel sektöre verilen yurtiçi kredi, brüt sabit sermaye oluşumu, doğrudan yabancı yatırım olmak üzere toplamda 4 bağımlı değişken modele dahil edilmiştir.

Çalışmada 15 OECD ülkesine ait veriler üzerinde, panel veri analizi yöntemi dahilinde yapılan uygulamaya ait bulgular beş aşamada raporlanmıştır. Bu aşamalar sırasıyla; tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizi, yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testi, durağanlık sınavını yapmak için birinci nesil panel birim kök testlerinden Levin-Lin ve Chu (LLC), Breitung, Im-Pesaran ve Shin (IPS), Fisher



ADF, Fisher PP panel durağanlık testleri, panel ARDL ve Granger Nedensellik testleridir.

İlk aşama olan tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon analizi testi sonucunda; analiz kapsamına alınan 15 ülkeyi temsil eden değişkenlerden büyüme oranının 2.94, brüt sermaye birikimi oranının 23.23, doğrudan yabancı yatırım oranının 2.01, özel sektör kredi oranının 90.55, para arzı oranının 44.14 ortalamaya sahip olduğu ve bağımsız değişkenlerden brüt sermaye birikimi ile GSYH büyümesi arasında en yüksek korelasyon, geri kalan değişkenler ile ise zayıf ve negatif korelasyon bulunduğu sonucu elde edilmiştir. Korelasyonun negatif çıkması, finansal liberalizasyonun büyüme üzerindeki etkisinin giderek azaldığı yönünde değerlendirilebilmektedir.

İkinci aşama olarak uygulanan yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testi sonuçları doğrultusunda, seriler arasında bütün anlamlılık düzeylerine göre yatay kesit bağımlılığının olmadığı ortaya çıkmıştır. Elde edilen sonuç neticesinde, analize dahil edilen ülkelerde meydana gelen yapısal değişimler birbirlerini etkilememektedir. Bu durumda metodolojik olarak analizimizde durağanlık analizlerinde 1. Nesil durağanlık testlerinin kullanılabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmamızda yatay kesit bağımlılığı görülmediği için üçüncü aşamada; Levin-Lin ve Chu (LLC), Breitung, Im-Pesaran ve Shin (IPS), Fisher ADF, Fisher PP birinci nesil birim kök testi kullanılmış ve sonucunda Y, K, FDI değişkenlerinin düzeyde durağan oldukları, KRDI ve M değişkenlerinin ise birinci farklarının alınmasıyla birlikte durağan hale getirildikleri gözlemlenmiştir.

Uygulanan testler sonucunda verilerin farklı seviyede durağan olduğu anlaşılmış ve aralarındaki uzun dönemli ilişkinin araştırılması için analizin dördüncü aşamasında durağanlık seviyelerini dikkate almayan ARDL testi kullanılmıştır. Test sonucunda bağımlı değişkeni ekonomik büyüme olan uzun dönem denkleminde FDI, K katsayılarının işareti beklenildiği gibi pozitif ve her iki tahminci için de %1 düzeyinde istatistikî olarak anlamlı olduğu elde edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırım ve brüt sermaye birikiminin artması ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Fakat kredi ve para arzı istatistiksel olarak anlamlı çıksa da teoriden beklendiği gibi pozitif katsayılı değil negatif yönlü çıkmıştır. ECM, katsayısına

bakıldığında uzun dönemdeki sapmaların yaklaşık %84'ünün bir yıl içerisinde düzeltildiği gözlemlenmiştir.

Ülke bazında kısa dönem denklemini açıklamak adına uygulanan yatay kesit kısa dönem analizinde finansal liberalisasyon göstergelerinin büyüme üzerinde kısa dönem etkilerinin çoğu ülkede istatistiksel olarak anlamlı olduğu elde edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırım girişi Avustralya, İsviçre ve Yeni Zelanda ülkeleri için ekonomik büyüme ile negatif ilişkiye sahiptir. Türkiye hariç çoğu ülke de ise ekonomik büyüme ile pozitif yönde ilişkili elde edilmiştir. Özel sektöre verilen yurtiçi kredinin GSYH'ye oranı Kolombiya, İzlanda, İsrail, Kore, Meksika, Türkiye, İngiltere ve ABD için GSYİH büyümesi ile pozitif bir ilişkiye sahiptir. Brüt sabit sermaye oluşumunun GSYİH'ye oranı, Norveç dışındaki tüm ülkelerde pozitif ilişkiye sahiptir. Geniş tanımlı para arzı (M3), sırasıyla Danimarka, Japonya, Meksika, İsveç, İngiltere ve İsviçre olmak üzere altı ülkede ekonomik büyüme ile negatif ilişkiye sahipken geri kalan Türkiye'de dahil ülkelerde büyüme üzerinde pozitif etki ortaya çıkmıştır.

Analizin son aşaması olan beşinci aşamada ise Granger Nedensellik testi uygulanmış ve sonucunda; finansal liberalisasyon dönemi sürecinde ele alınan ülkelerde özel sektör kredi genişlemesi ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik, büyümeden parasal genişlemeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilirken, diğer değişkenle arasında Granger nedensellik ilişkisi elde edilemediği gözlemlenmiştir.

Sonuç olarak; McKinnon-Shaw hipotezini ele alarak finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında oluşan ilişkinin seçilmiş OECD ülkeleri üzerinde oluşan etkisini test etmek amacıyla uyguladığımız ekonometrik analizler doğrultusunda, uzun dönemde doğrudan yabancı yatırım ve brüt sabit sermaye birikimindeki artışın ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği ve dolayısıyla bu iki değişkenin McKinnon-Shaw hipotezindeki “finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğu” yönündeki görüşü destekler nitelikte bir sonuç olarak ortaya çıktığı elde edilmiştir. Ancak özel sektöre verilen yurtiçi kredi ve geniş tanımlı para arzı değişkenlerinin negatif katsayılı çıkması finansal liberalizasyonun büyüme üzerindeki etkisinin giderek azaldığı yönünde değerlendirildiğinden dolayı McKinnon-Shaw hipotezini reddeden değişkenler

olarak ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla elde ettiğimiz sonuçlar doğrultusunda her değişkenin katsayısı aynı olmadığından dolayı, McKinnon-Shaw hipotezinin savunmuş olduğu “finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde oluşturduğu etkinin pozitif olduğu” gibi genel bir varsayımı ortaya atmanın doğru olmadığını söylemek mümkündür.



### KAYNAKÇA

- Akgeyik, Tekin (2009). Neo-Liberal Çağda Sosyal Devletten Sorumlu Toplumsal İnsiyatife. *Çerçeve Dergisi, MÜSİAD, 16(49)*, 38-44.
- Akgeyik, Tekin ve Yavuz, Arif (2008). *Türk Bankacılık Sektöründe Yabancılaşma: Risk mi Fırsat mı?* (2008-50 Baskı). İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Akıncı, Muzaffer (2008). Zaman Serilerinde Durağanlık Analizi ve İhracatın GSMH İçindeki Payı Üzerine Bir Uygulama. *Kafkas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi*, 43.
- Alesina, Alberto, Grilli, Vittorio and Milesi-Feretti (1994). The Political Economy of Capital Controls. (Edited by: Leiderman, Leonardo and Razin, Assaf), *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*. Cambridge: Cambridge University Press, 189-328.
- Arestis, Philip (2005). Financial Liberalization and The Relationship Between Finance and Growth. *Cepp Working Paper, 05(05)*, 1-23.
- Arestis, Philip and Caner, Asena (2005). Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence. (Edited by: Arestis, Sawyer), *Financial Liberalization: Beyond Orthodox Concerns*. England: Palgrave Macmillian, 90-128.
- Arestis, Philip and Demetriades, Panicos (1997). Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence. *The Economic Journal, 107(442)*, 783-799.
- Arouri, Mohamed (2010). *The Dynamics of Emerging Stock Markets Empirical Assessments and Implications*. London-New York: Heidelberg Dordrecht.
- Arteta, Carlos, Eichengreen, Barry and Wyplosz, Charles. (2003). When Does Capital Account. *Liberalization Help More Than It Hurts?* Working Paper: NBER Working Paper Series.
- Aslan, Erdal (2006). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Atamtürk, Burak (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, XXIII(2)*, 75-89.
- Ateş, Sanlı (1998). Yeni İçsel Büyüme Teorileri ve Türkiye Ekonomisinin Büyüme Dinamiklerinin Analizi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*, 217. Adana.

- Ayadi, Felix and Hyman, Ladelle (2006). Financial Liberalization and Price Rigidity In The Nigerian Banking System. *Managerial Finance*, 32(7), 557-568.
- Ayogu, Chidozie and Charles (1998). Nigeria. (Edited by: Fanelli, Maria and Medhora, Rohinton) *Financial Reform in Developing Countries*, IDRC, 99-128.
- Bailliu, Jeannine (2000). Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries. *Working Paper: Bank of Canada/ No:2000-15*.
- Balasubramanyam, Vudayagiri, Salisu, Mohammed and Sapsford, David (1996). Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries. *Economic Journal*, 106(434), 92-105.
- Balkanlı, Osman (2006). Liberalizasyon Sürecinde Makro Ekonomik Denge ve Büyüme Sorunsalı (Latin Amertika-Güney Asya Ülke Örnekleri ve Finansal Liberalizasyon). *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 35, 73-100.
- Başar, Mehmet ve Metin, Coşkun (2006). *Bankacılık Uygulamaları* (TC Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1711). Eskişehir: Açık Öğretim Fakültesi Yayını No:893.
- Baçoğlu, Ufuk, Ceylan, Ali ve Parasız, İlker. (2001). *Finans Teori, Kurum ve Araçlar*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Bekaert, Geert, Harvey, Campbell and Lundblad, Christian (2001). Emerging Equity Markets and Economic Development. *Journal of Development Economics*, 66, 465-504.
- Bekaert, Greert and Harvey, Campbell (2000a). Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. *The Journal of Finance*, 55(2), 565-614.
- Blomström, Magnus, Lipsey, Robert and Zejan Mario (1992). *What Explains Developing Country Growth?*. Working Papers: NBER Working Papers/No:4132.
- Blonigen, Bruce and Wang, Miao (2005). Inappropriate Pooling of Wealthy and Poor Countries in Empirical FDI Studies. (Edited by: Moran, Graham and Blomström, Magnus), *Does Foreign Investment Promote Development?*, Washington: Institute for International Economics, 221-244.

- Borensztein, Eduardo, Gregorio, Jose De Lee and Jong-Wha (1998). How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? *Journal of International Economics*, 45(1), 115-135.
- Bosworth, Barry, Collins, Susan and Reinhart, Carmen (1999). Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999(1), 143-180.
- Bourdon, Huchet, Marilyne, Mouel and Vijil, Mariana (2013). The Relationship Between Trade Openness and Aconomic Growtrh: Some New Insights on The Openness Measurement Issue". *The World Economy*(Hal Id: 00729399, ), 1-18.
- Breusch, Trevor and Pagan, Adrian (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics. *Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Bussiere, Matthieu and Fratzscher, Marcel (2008). Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain? *Review of International Economics*, 16(1), 69-95.
- Calvo, Guillermo, Leiderman, Leonardo and Reinhart, Carmen (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990's. *The Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123-139.
- Caprio, Gerard and Hanson, James (1999). The Case for Liberalization and Some Drawbacks. *World Bank: World Bank Workshop*, 17-18.
- Cargill, Thomas and Sakamoto, Takayuki (2008). *JAPAN Since 1980*. New York: Cambridge University Press.
- Carkovic, Maria and Levine, Ross (2005). Does Foreign Capital Investment Accelerate Economic Growth? (Edited by: Moran, Graham and Magnus, Blomström), *Does Foreign Direct Investment Promote Development?*. Massachusetts: Center for Global Development, 195-220.
- Chandrasekhar, C. P. (2005). Mali Serbestleştirme, Kırılganlık ve Riskin Sosyalizasyonu: Sermaye Kontrolleri İşe Yarayabilir mi? (Editör: Yüzak, ) *Emoeryalizmin Ekonomisi*, 282-319.
- Choe, Jong (2003). Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth? *Review of Development Economics*, 7(1), 44-57.

- Chwieroth, Jeffrey (2010). *The IMF and The Rise of Financial Liberalization*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Cohen, Benjamin (2004). Capital Controls: The Neglected Option. (Edited by: Underhill, Zhang) *International Financial Governance Under Stres*, 60-76.
- Crotty, James (2000). Structural Contradictions of The Global Neoliberal Regime. *Review of Radical Economics*, 32(3), 361-368.
- Çiftçi, Cemil ve Aykaç, Gökhan (2011). İçsel Büyüme Modelleri ve Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerin Konumları. *Sosyo Ekonomi Dergisi*(14), 159-180.
- Çınar, Serkan (2013). Uluslararası Sermaye Akımları Üzerindeki Kontroller ve Büyüme Dinamikleri Üzerindeki Etkiler: Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*, 180-183.
- Dalgıç, Bahr (2013). Teknoloji, Büyüme Etkisi ve Teknoloji Yayılımı Üzerine Notlar. *Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(24), 185-203.
- Dao, At (2015). Trade Openness and Economic Growth. *The Park Place Economist*, 23(1), 44-62.
- Das, Dilip (2004). *Financial Globalization and The Emerging Market Economics*. London and New York: Routledge.
- De Mello, Luiz (1999). Foreign Direct Investment-led Growth: Evidence From Time Series and Panel Date. *Oxford Economic Papers*, 51(1), 133-151.
- Dell'Arricia, Giovanni, Julian, Faria and Andre, Köse, Marco (2008). Reaping the Benefits of Financial Globalization. *Occasional Paper: International Monetary Fund/No.264*.
- Demir, Osman (2002). Durgun Durum Büyümeden İçsel Büyüme. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(3), 1-16.
- Demir, Nihan ve Tuncay, Özhan (2017). Gelişmekte Olan Ekonomilerde Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Üzerine Etkisi. *Social Sciences Studies*, 3(6), 1151-1160.
- Demirgüç-Kunt, Asli ve Levine, Ross (1996). Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview. *World Bank Economic Review*, 10(2), 223-239.

- Dinar, Gülenay (2009). Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme: Bir Literatür Çalışması. *EconAnadolu 2009: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*. Eskişehir,1-14.
- Dornbusch, Rudiger and Reynoso, Alejandro (1989). Financial Factors in Economic Development. *The American Economic Review*, 79(2), 204-209.
- DPT. (1995). *Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Entegrasyonlar (AT, NAFTA, PASİFİK) ve Türkiye (AT, EFTA, KEİ, Türk Cumhuriyetleri, EKİT, İslam Ülkeleri) İlişkileri*. Ankara: Yayın No: DPT: 2375-ÖİK: 440.
- Durusoy, Serap (2000). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. *Dış Ticaret Dergisi*, 5(18), 15-25.
- Edison, Hali and Warnock, Francis (2003). A Simple Measure of the İntensity of Capital Controls. *Journal of Emprical Finance*, 10(1/2), 81-103.
- Edison, Hali, Klein, Michael, Luca, Ricci and 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 and Slok, Torsten (2002). International Financial Integration and Economic Growth. *Journal of International Money and Finance*(21), 749--776.
- Edwards, Sebastian (2001). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? *Working Paper: NBER Working Paper*: No: 8076.
- Eichengreen, Barry and Leblang, David (2003). Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right? *International Journal of Finance and Economics*, 8(3), 205-224.
- Emsen, Selçuk, Değer, Kemal ve Karaköy, Çağatay (2006). Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkileri: Göreceli Gelişmiş ve Az Gelişmiş Geçiş Ekonomileri Deneyimleri. *Sosyal Bilimler Dergisi*(16), 1-19.
- Eroğlu, Sabri (1998). Bütçe Açığı-Cari İşlemler Açığı İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Deneme. *DPT Yayını*(Yayın No:2489), 3. Ankara.
- Ersel, Hasan (1999). 1980'lerde Türkiye'de Yapısal Değişim ve İktisadi Gelişim Ortamı. *İşletme ve Finans Dergisi*(155), 33-46.



- Esen, Oğuz (2000). Financial Openness in Turkey. *International Review of Applied Economics*, 14(1), 5-23.
- Esen, Oğuz (1998). Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 13(145), 23-30.
- Frees, Edward (2004). *Longitudinal and Panel Data Analysis and Applications in the Social Sciences*. New York: Cambridge University.
- Ghosh, Jayati (2005). The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries. *DESA Working Paper*(Working Paper No. 4 ST/ESA/2005/DWP/4), 1-18.
- Granger, Clive (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Econometrica:Journal of the Econometric Society*.424-438.
- Grilli, Vittorio, Milesi-Feretti and Gian, Maria (1995). Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. *IMF Staff Papers*, 42(3), 517-551.
- Gujarati, Damodar (2003). *Basic Econometrics* (4. Baskı). New York: McGraw Hill Press.
- Güler, Aydın (2014). Reel Ekonomik İstikrarsızlıklar ile Mücadele Enflasyon Hedeflemesinin Esnekliği: Kırılgan Ekonomiler Üzerine Dinamik Panel Analizi. *Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*, 152. Trabzon.
- Harris, Sollis (2003). Energy Consumption and Economic Growth in Sweeden: A Leveraged Bootstrap Approach (1965-2000). *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 2(4), 87-98.
- Haveman, Jon, Lei, Vivian and Netz, Janet (2001). International Integration and Growth: A Survey and Empirical Investigation. *Review of Development Economics*, 5(2), 289-311.
- Henry, Peter Blair (2000). Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 301-334.
- Henry, Peter Blair (2003). Capital Account Liberalization, the Cost of Capital and Economic Growth. *American Economic Review*, 93(2), 91-96.

- Henry, Peter Blair (2007). Capital Account Liberalization: Theory, Evidence and Speculation. *Journal of Economic Literature*, 45(4), 887-935.
- İnsel, Aysu ve Sungur, Nesrin (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV. *Türkiye Ekonomisi Kurumu, Tartışma Metni 2003/8*, 1-28.
- İşbilen, Leyla (2005). Bulanık Regresyon: Türkiye'de 1980-2004 Döneminde Kayıt Dışı Ekonominin Bulanık Yöntemlerle Tahminine İlişkin Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi*, 129. İstanbul.
- Jamilah, Idris, Yusop, Zulkornain and Habibullah, Muzafar (2016). Trade Openness and Economic Growth: A Causality test in Panel Perspective. *International Journal of Business and Society*, 17(2), 281-290.
- Kabaklarlı, Esra (2019, December 24). Conditions for VAR Analysis. (A. Q. Khair, Röportaj Yapan)
- Kalmanbetova, Milena (2010). Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Nedensellik ve 2004-2009 Yılları Arasındaki Türkiye Uygulaması. *İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finans Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi*, 64. İstanbul.
- Kaminsky, Graciela and Sergio, Schmukler (2003). Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. *NBER Working Paper Series(9787)*, 1-28.
- Kao, Chihwa (1999). Spurious Regression and Residual-Based Tests for Cointegration in Panel Data. *Journal of Econometrics(90)*, 1-44.
- Kar, Muhsin ve Ağır, Hüseyin (2008). Finansal Sistem ve Kalkınma, *Kalkınma Ekonomisi* (s. 430). Bursa: Ekin Kitabevi.
- Kaya, Ayten (2004). Ekonomik Büyümenin Belirleyici ve Dışsal Büyüme Kuramları. *İktisadi Kalkınma ve Büyüme*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 319.
- Kepenek, Yakup ve Yentürk, Nurhan (2005). *Türkiye Ekonomisi* (18. Basım). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Khan, Mohsin and Senhadji, Abdelhak (2009). Financial Development and Economic Growth: An Overview. *IMF Working Paper(No: WP/00/209)*, 3.

- Kibritçioğlu, Aykut (1998). İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*(59), 207-230.
- Kim, Dong-Hyeon, Lin, Shu-Chin and Suen, Yu-Bo (2010b). Are Financial Development and Trade Openness Complements or Substitutes? *Southern Economic Journals*, 76(3), 827-845.
- Kılıç, Cüneyt (2011). Finansal Liberalizasyonun Sektörel Yapı Değişimi Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi*, 10. İstanbul.
- 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) adresinden alındı
- Klein, Michael and Giovanni, Olivei (2005). Capital Account Liberalization, Financial Debt and Economic Growth. *Working Paper: NBER Working Paper*(No: 7384).
- Koç, Asuman (2006). Ekonomik Büyüme ve Kalkınmada Ekonomik Özgürlüklerin Rolü ve Önemi. *Liberal Düşünce Dergisi*, 11(43), 43-74.
- Köse, Ayhan, Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth and Wei, Shang-Jin (2009a). Financial Globalization: A Reappraisal. *IMF Staff Papers*, 56(1), 8-62.
- Köse, Ayhan, Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth and Wei, Shang-Jin (2010). *Financial Globalization and Economic Policies* (Cilt 5). (Edited by: Rodrik, Rosenzweig) The Netherlands: North-Holland: Handbook of Development Economics.
- Köse, Ayhan, Prasad, Eswar and Terrones, Marco (2003). How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles? *Working Paper: IMF Working Paper*, (WP/03/27), 3.
- Kunt-Demirgüç, Asli and Detragiache, Enrica (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility. *IMF Working Paper*(WP/98/73), 1-36.
- Kutlar, Aziz (2005). *Uygulamalı Ekonometri*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Kuzucu, Serpil (2018). Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Ekonomik Büyümeği Teşvik Eder Mi? Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 4(5), 331-338.

- Levine, Ross (1990). Financial Structure and Economic Development. *Discussion Paper: International Finance Discussion Papers*, 381, 9-10.
- Levine, Ross (1996). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Policy Research Working Paper Series*, 1698, 1.
- Levine, Ross (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, Ross (2003). Stock Market Liquidity and Economic Growth: Theory and Evidence. (Edited by: Paganetto, Phelps), *Finance, Research, Education and Growth*. New York: New York: Palgrave MacMillan, 3-24.
- Lucas, Robert (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- Mangır, Fatih (2006). Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(16), 4.
- Mangır, Fatih (2008). Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: 2001-2006 Türkiye Örneği. *Doktora Tezi*, 10. Konya.
- Mangır, Fatih ve Yılmaz, Levent (2009). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Liberalizasyonun Etkileri. *Selçuk Üniversitesi MYO Sosyal Bilimler Dergisi*, 12(1-2), 6.
- Mangır, Fatih, Karaçor, Zeynep, Konya, Sevilay ve Yardımcı, Pınar (2018). Yenilenebilir Enerji Tüketimi ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: OECD Ülkeleri Örneği. *Uluslararası Ekonomi Araştırmaları ve Finansal Piyasalar Kongresi*, Nevşehir, 972.
- McKinnon, Ronald, I. (1973). *Money & Capital In Economic Development*. Washington: The Brookings Institution Press.
- Mirdala, Rajmund (2006). Macroeconomic Aspects of Financial Liberalization. *Panoeconomicus*, 53(4), 439-456.
- Mishkin, Frederic (2006). *The Next Great Globalization How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich*. Washington: Princeton University Press.

- Niroomand, Farhang, Hajilee, Massomeh and Nasser, Omar (2014). Financial Market Development and Trade Openness: Evidence From Emerging Economies. *Applied Economics*, 46(13), 1490-1498.
- O'Connell, Paul (1998). The Overvaluation of Purchasing Power Parity. *Journal of International Economics*(44), 1-19.
- Oğuz, Esen (1998). Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 13(145), 23-30.
- Ongun, Tuba (1993). Finansal Globalleşme. *Ekonomik Yaklaşım*, 4(9), 35-46.
- Orhan, Osman (2007). *Para Politikası*. Ankara: Yazıt-Yayın Dağıtım.
- Ovayolu, Sinem (2020, 06 01). Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sürecine Farklı Bir Bakış. (Çevrimiçi) [http://www.bagimsiziktisat.org/kitap/II.\\_guen.pdf](http://www.bagimsiziktisat.org/kitap/II._guen.pdf) adresinden alındı
- Öçal, Tezer ve Çolak, Ömer (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar* (Yayın No: 131). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Özbilen, Şevki (2020. 07. 22). Finansal Deregülasyonun Türkiye Ekonomisine Etkileri. (Çevrimiçi) [http://www.econturk.org/Turkiye\\_ekonomisi/sevki1.pdf](http://www.econturk.org/Turkiye_ekonomisi/sevki1.pdf) adresinden alındı
- Özdamar, Gökhan (2015). Türkiye Ekonomisinde Döviz Kuru Geçiş Etkisi: ARDL Sınır Yaklaşımı Bulguları. *Akdeniz İİBF Dergisi*(32), 66-97.
- Özdemir, Zekai ve Sever, Erşan (2004). Finansal Liberalleşmenin Ekonomik Performansa Etkisi: Türkiye Analizi. *İstanbul Üniversitesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 46. Seri(Yayın No:90), 35-52.
- Özel, Hasan (2012). Ekonomik Büyümenin Teorik Temelleri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 2(1), 63-72.
- Özer, Gül (2006). *Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)* (Yayın No: 189). Ankara: Sermeye Piyasası Kurulu.
- Özer, Mustafa ve Çiftçi, Necati (2008). Ar-Ge Tabanlı İçsel Büyüme Modelleri ve Ar-Ge Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*(16), 219-240.
- Özlale, Ümit (2007). Sağlıklı Ekonomik Büyüme. *Makro Bakış Dergisi*, 1-10.

- Öztürk, Nurettin ve Durgut, Dilek (2011). Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 3(1), 95-119.
- Öztürk, Özgür (2007). Para, Finans ve Sermayenin Uluslararasılaşması. *İktisat Dergisi*(485-486), 43-53.
- Paincheira, Juan Pablo (2009). Finansallaşma Çağında Gelişmekte Olan Ülkeler: Açık Birikiminden Rezerv Birikimine, *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(82).
- Parasız, İlker (1997). *Para Banka ve Finansal Piyasalar* (6. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Paya, Merih (2002). *Para Teorisi ve Para Politikası* (3. Baskı). İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Pesaran, Hastem (2004). *General Diagnostic Tests For Cross Section Dependence in Panels*. Cambridge: Cambridge Working Papers in Economics.
- Pesaran, Hastem and Yongcheol, Ron (1999). Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621-634.
- Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth, Wei, Shang-Jin and Köse, Ayhan (2007a). Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. (Edited by: Harrison), *Globalization and Poverty*. Chicago: University of Chicago Press, 457-516.
- Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth, Wei, Shang-Jin and Köse, Ayhan (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *Occasional Paper: IMF Occasional Paper/No: 220*.
- Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth, Wei, Shang-Jin and Köse, Ayhan (2004). Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. *Working Paper: NBER Working Paper Series/No: 10942*.
- Quinn, Dennis (1997). The Correlates of Changes in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, 91(3), 531-551.
- Quinn, Dennis and Toyoda, Maria (2008). Does Capital Account Liberalization Lead to Growth? *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1403-1449.

- Reisen, Helmut and Soto, Marcelo (2001). Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? *International Finance*, 4(1), 1-14.
- Rodrik, Dani. (1998). Who Needs Capital-Account Convertibility? (Edited by: Fischer, Cooper, Dornbusch, Garber, Massad, Polak, Tarapore), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance*. Princeton: Princeton University, 55-65.
- Rodrik, Dani (2000). *Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler*. İstanbul: Sabah Kitapları:107, Çağdaş Bakışlar Dizisi:27.
- Romer, Paul (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.
- Romer, Paul, (1989). Capital Accumulation and the Theory of Long-Run Growth. (Edited by: Robert Barro), *Modern Business Cycle Theory*. Oxford: Basil Blackwell, 51-127.
- Romer, Paul (1994). The Origins of Endogenous Growth. *The Journal of Economic Perspectives*, 8(1), 3-22.
- Sarafidis, Vasilis and Robertson, Donald (2009). On the Impact of Error Cross-Sectional Dependence in Short Dynamic Panel Estimation. *The Econometrics Journal*, 12(1), 62-81.
- Saygılı, Fatih (2001). Finansal Serbestleşmenin, Türkiye'de ki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 1(1), 165-184.
- Schmukler, Sergio (2008). The Benefits and Risks of Globalization: Challenges for Developing Countries. (Edited by: Stiglitz, Ocampo), *Capital Market Liberalization and Development*. Oxford: Oxford University Press, 48-73.
- Serieux, John (2008). Financial Liberalization And Domestic Resource Mobilization in Africa: An Assessment. *International Poverty Centre Working Paper*(45), 1-31.
- Shaw, Edward (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Shrestha, Min and Chowdhury, Khorshed (2007). Testing Financial Liberalization Hypothesis with ARDL Modelling Approach. *Applied Financial Economics*, 17(18), 1529-1540.

- Silajdzic, Sabina and Mehic, Eldin (2017). Trade Openness and Economic Growth: Emprical Evidence from Transisitons Economies. *Menagement International Conference*, (s. 581-594). Italy.
- Singh, Ajit (2002). Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development. *ESRC Centre For Business Research, University of Cambridge Working Paper*(No: 245), 1-32.
- Snowdon, Brian and Vane, Howard (2005). *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Edward Elgar Publishing.
- Soyak, Alkan ve Bahçekapılı, Cengiz (1998). İktisadi Krizler-IMF Politikaları İlişkisi ve Finance and Development Dergisindeki Yansımaları. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:13*(144), 48-61.
- Springler, Elisabeth (2009). Financial Liberalization and Employment Effects/ The Case of Greece. 06 17, 2020 tarihinde (Çevrimiçi) <http://www.Ise.ac.uk/collections/EPIC/documents/C2W2Springler.pdf> adresinden alındı
- Stabllings, Barbara and Studart, Rogerio (2006). *Finance for Development Latin America in Comparative Perspective*. Washington D.C.: Brookings İnstitution Press.
- Studart, Rogerio (1995). *Investment Finance in Economic Development*. London and New York: Routledge.
- Şahin, Hüseyin (1997). *İktisada Giriş* (5. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Şengönül, Ahmet ve Tuncer, İsmail (2004). Dış Ticaret Politikaları ve Uzun Dönem Büyüme. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 161-184.
- Şimşek, Türker (2016). Türkiye'de Enerji Tüketimi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin ARDL Sınır Testi ile İncelenmesi. *Uluslararası Yönetim, Eğitim ve Ekonomik Perspektifler Dergisi*, 4(1), 69-78.
- Şişman, Mehmet (2008). İkinci Bretton Woods Çökerken Dünya Ekonomisi ve Gelişmekte Oan Ülkeler Üzerine Değerlendirmeler. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, XXIV*(1), 65-80.
- Tekgün, Berrak (2017). Phillips Eğrisinin Panel ARDL Analizi: Türkiye'deki Bölgeler Arası Bir Uygulama. *Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi*, 48. Sivas.



- Toprak, Metin (1996). *Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995* (Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar:1 Baskı). Ankara: Turhan Kitabevi.
- Tsuru, Kotaro (2000). Finance and Growth: Some Theoretical Considerations and a Review of the Empirical Literature. *Working Paper: OECD Economics Department Working Papers/No: 228, 5*.
- Tüğen, Kamil (2010). *Devlet Bütçesi* (9. Baskı). İzmir: Bassaray Matbaası.
- Türker, Munise Tuba (2009). İçsel Büyüme Teorilerinde İçsel Büyümenin Kaynağı ve Uluslararası Ticaret Olgusuyla İlişkisi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(25), 87-93.
- Ulaşan, Bülent (2012). Openness to International Trade and Economic Growth: A Cross-Country Empirical Investigation. *Economics Discussion Papers*(No: 2012-25), 1-57.
- Vergil, Hasan ve Karaca, Coşkun (2010). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi. *Ege Academic Review*, 10(4), 1207-1216.
- Vita, Glauco and Kyaw, Khine (2009). Growth Effects of FDI and Portfolio Investment Flows to Developing Countries: A Disaggregated Analysis by Income Levels. *Applied Economic Letters*, 16(3), 277-283.
- 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.
- Williamson, John (2008). A Short History of the Washington Consensus. (Edited by: Serra, Stiglitz) *The Washington Consensus Reconsidered Towards A New Global Governance*, 14-30.
- Williamson, Mahar(2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme* (66 Baskı). (Çeviri: G. Delice) Ankara: Liberte Yayınları.
- Yaman, Bahri (2014). Hisse Senedi Endeks Getirileri Üzerinde Temel Makroekonomik Değişkenlerin Etkilerinin Ölçülmesi: Bazı Avrupa Birliği Üyesi Ülkeler İle Türkiye Örneği. *Gazi Osmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi*, 30. Tokat.

- Yapraklı, Sevda (2007). Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*(5), 67-89.
- Yeldan, Erinç (2002). Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. *Praksis*(7), 19-34.
- Yıldırım, Kemal ve Karaman, Doğan (2003). *Makroekonomi* (3. Baskı), Cilt Yayın No: 145). Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı.

