

ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Yusuf DEMİRCİ

**FİNANSAL SERBESTLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME:  
TÜRKİYE ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ  
(1998-2017)**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ  
Dr. Öğr. Üyesi Ş. Mustafa ERSUNGUR

ERZURUM - 2019



T.C.  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
TEZ BEYAN FORMU



11/06/2019

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

*Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının ilgili maddelerine* göre hazırlamış olduğum " Finansal Serbestleşme Ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Analiz (1998-2017)" adlı tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezin/raporumun kâğıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

*Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının* ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim \*.

Tezin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

Tezin/Raporumun makale için **altı ay**, patent için **iki yıl** süreyle erişiminin ertelenmesini istiyorum.

11.06.2019

Yusuf DEMİRCİ

\* LİSANSÜSTÜ TEZLERİN ELEKTRONİK ORTAMDA TOPLANMASI, DÜZENLENMESİ VE ERİŞİME AÇILMASINA İLİŞKİN YÖNERGE

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Çeşitli ve Son Hükümler

**Lisansüstü tezlerin erişime açılmasının ertelenmesi MADDE 6– (1)** Lisansüstü teze ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.

(2) Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internette paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.

**Gizlilik dereceli tezler MADDE 7– (1)** Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, tezin yapıldığı kurum tarafından verilir. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.

(2) Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.

F-83/00/22.12.2016



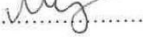

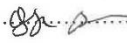
T.C.  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



### TEZ KABUL TUTANAĞI

#### SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Dr. Öğr. Üyesi Ş. Mustafa ERSUNGUR danışmanlığında, Yusuf DEMİRCİ tarafından hazırlanan bu çalışma 11 / 06 / 2019 tarihinde aşağıda isimleri yazılı jüri tarafından. İktisat Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

**Başkan** : Dr. Öğr. Üyesi Ş. Mustafa ERSUNGUR İmza:   
**Jüri Üyesi** : Dr. Öğr. Üyesi E. Demet E. HAMAMCI İmza:   
**Jüri Üyesi** : Dr. Öğr. Üyesi Özge BUZDAĞLI İmza: 

Prof. Dr. Sait UYLAŞ  
Enstitü Müdürü

F-85/01/21.10.2016

**İÇİNDEKİLER**

<b>ÖZET</b> .....	<b>IV</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>V</b>
<b>ÖNSÖZ</b> .....	<b>VI</b>
<b>TABLolar DİZİNİ</b> .....	<b>VII</b>
<b>ŞEKİLLER DİZİNİ</b> .....	<b>VIII</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>IX</b>

**GİRİŞ****BİRİNCİ BÖLÜM****KAVRAMLAR VE TEORİK ÇERÇEVE**

<b>1.1. KAVRAMSAL AÇIDAN FİNANSAL SERBESTLEŞME</b> .....	<b>3</b>
1.1.1. Finansal Piyasalar.....	3
1.1.1.1. Para Piyasaları.....	4
1.1.2.1. Sermaye Piyasaları.....	5
1.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	5
1.1.2.1. Uluslararası Resmi Sermaye Hareketleri.....	6
1.1.2.2. Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri.....	7
1.1.2.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	8
1.1.2.2.2. Portföy Yatırımları.....	10
1.1.2.2.3. Diğer Yatırımlar.....	11
1.1.3. Finansal Serbestleşme.....	13
1.1.3.1. İç ve Dış Finansal Serbestleşme.....	16
1.1.3.2. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Teorik Yaklaşımlar.....	17
1.1.3.2.1. Mckinnon-Shaw Yaklaşımı.....	17
1.1.3.2.2. Yeni Keynesyen Yaklaşım.....	18
1.1.3.2.3. Yapısalcı Yaklaşım.....	20
<b>1.2. EKONOMİK BÜYÜME</b> .....	<b>21</b>
1.2.1. Ekonomik Büyümenin Tanımı ve Kapsamı.....	21

1.2.2. Ekonomik Büyümenin Teorik Temelleri ve Finansal Serbestleşmeye Dayalı Yaklaşımlar .....	23
1.2.2.1. Neo-Klasik Yaklaşım .....	24
1.2.2.2. Post-Keynesyen Yaklaşım .....	25
<b>1.3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....</b>	<b>26</b>
1.3.1. Olumlu Etkileri .....	26
1.3.1.1. Faizleri Artırıcı Etki .....	26
1.3.1.2. Tasarruf Açığını Kapatma Etkisi .....	27
1.3.1.3. Yatırım Artışı Yoluyla İstihdam Olanaklarını Artırıcı Etki .....	28
1.3.2. Olumsuz Etkileri .....	28
1.3.2.1. Ekonomik İstikrarsızlığa Yol Açma.....	29
1.3.2.2. Döviz Kurları ve Faiz Oranlarına Etkisi .....	29
1.3.2.3. Cari İşlemler Dengesi Üzerine Etkileri .....	30

## İKİNCİ BÖLÜM

### LİTERATÜR TARAMASI

<b>2.1. TEK ÜLKE Lİ ÇALIŞMALAR .....</b>	<b>32</b>
2.1.1. Gelişmekte Olan Ülke Çalışmaları .....	32
2.1.2. Gelişmiş Ülke Çalışmaları .....	36
<b>2.2. ÇOK ÜLKE Lİ ÇALIŞMALAR.....</b>	<b>37</b>
2.2.1. Gelişmekte Olan Ülke Çalışmaları .....	37
2.2.2. Gelişmiş Ülke Çalışmaları .....	45
<b>2.3. TÜRKİYE ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR .....</b>	<b>46</b>
<b>2.4. UYGULAMALI ÇALIŞMALARIN GENEL DEĞERLENDİRMESİ.....</b>	<b>51</b>

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYEDE EKONOMİK BÜYÜME VE FİNANSAL SERBESTLEŞME

#### ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ (1998:1-2017:4)

<b>3.1. TÜRKİYE'DE RESMİ SERMAYE AKIMLARI.....</b>	<b>56</b>
<b>3.2. TÜRKİYE'DE ÖZEL SERMAYE AKIMLARI.....</b>	<b>56</b>

3.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları .....	56
3.2.2. Portföy Yatırımları.....	58
3.2.3. Diğer Yatırımlar.....	60
<b>3.1. TÜRKİYE ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ.....</b>	<b>61</b>
3.1.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi .....	61
3.1.2. Araştırmanın Kapsamı .....	62
3.1.3. Yöntem.....	63
3.1.4. Analiz.....	64
3.1.4.1. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi .....	65
3.1.4.2. Vogelsang ve Perron Yapısal Kırılmalı ADF Birim Kök Testi .....	67
3.1.4.3. Eşbütünleşme Testi .....	68
3.1.4.4. ARDL Modeli .....	69
3.1.4.5. Breusch-Godfrey Sıra Otokorelasyon Testi (LM Testi) .....	70
3.1.4.6. Jarque Bera Normallik Sınaması.....	71
3.1.4.7. White Değişen Varyans Testi.....	71
3.1.4.8. Ramsey Reset Testi .....	71
3.1.4.9. ARDL Sınır Eşbütünleşme Testi.....	72
3.1.4.10. Hata Düzeltme Modeli (ECM).....	73
3.1.4.11. Uzun Dönem İlişki Analizi .....	75
3.1.4.12. Toda-Yamamoto Yöntemi ile Granger Nedensellik Testi .....	76
3.1.5. Uygulamalı Bulguların Değerlendirilmesi.....	80
<b>SONUÇ.....</b>	<b>82</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>84</b>

**ÖZET****YÜKSEK LİSANS TEZİ****FİNANSAL SERBESTLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME:  
Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Analiz (1998-2017)****Yusuf DEMİRCİ****Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Ş. Mustafa ERSUNGUR  
2019-Sayfa: 95****Jüri: Dr. Öğr. Üyesi Ş. Mustafa ERSUNGUR  
Dr. Öğr. Üyesi E. Demet EKİNCİ HAMAMCI  
Dr. Öğr. Üyesi Özge BUZDAĞLI**

1980'lerden sonra gelişmekte olan ülkelerin yoğun katılımıyla artan küreselleşme olgusu, mal akımlarının yanında finansal hareketliliği de önemli ölçüde artırmıştır. Finansal serbestleşme olarak adlandırılan bu olgu, piyasalar arası sınırların ortadan kalkmaya başladığı yeni süreçte, sermaye hareketlerinin ülkelerin iktisadi büyümeleri üzerinde ne tür etkilere konusunda yoğun tartışmalara neden olmuştur. Türkiye için 1998-2017 dönemine ait üçer aylık reel GSYİH büyüme oranı, ticari açıklık oranı ve finansal açıklık oranı değişkenlerine ait zaman serileri kullanılarak yapılan ekonometrik analiz sonucuna göre; finansal dışa açıklıktaki %1 artış büyümeyi %0,58 artırırken, ticari dışa açıklığın %1 artması durumunda büyüme %0,69 azalmaktadır. Analiz sonuçlarına göre finansal dış açıklıktan GSYİH'ye doğru tek yönlü pozitif nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ticari dışa açıklık ile gerek finansal dışa açıklık gerekse de GSYİH arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Dışa Açıklık, Ekonomik Büyüme

**ABSTRACT****MASTER THESIS****FINANCIAL LIBERALISATION AND ECONOMIC GROWTH: AN  
ECONOMETRIC ANALYSIS ON TURKEY (1998-2017)****Yusuf DEMİRCİ****Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Mustafa ERSUNGUR  
2019-Pages: 95****Jury: Assoc. Prof. Dr. Ş. Mustafa ERSUNGUR  
Assoc. Prof. Dr. E. Demet EKİNCİ HAMAMCI  
Assoc. Prof. Dr. Özge BUZDAĞLI**

The globalization phenomenon which increased after the 1980s with the participation of developing countries, increased financial mobility significantly as well as goods flows. This phenomenon, called financial liberalization, has led to intense debates about the effects of capital movements on the economic growth of countries in the new process in which inter-market boundaries have disappeared.

In this study; an econometric analysis was conducted by using time series of real gross domestic product (GDP), trade openness and financial openness variables for the quarterly period of 1998-2017. As a result of this study; 1% increase in financial openness increased the growth by 0.58%, and 1% increase in trade openness decreased the growth by 0.69%.

On the other hand one-way positive causality relationship was determined from financial openness to GDP. And there was no causal relationship from trade openness to financial openness and GDP.

**Key Words:** Financial Openness, Economic Growth



## ÖNSÖZ

Günümüzde ekonomik büyüme ve kalkınmayı gerçekleştirebilmek için gerekli olan en önemli unsur teknolojiyle desteklenmiş yüksek yatırım hacmidir. Gelişmekte olan ülkeler sanayileşme ve iktisadi gelişmeyi sağlamak için yeterli yatırım düzeyine sahip olmak durumundadırlar. Böyle bir yatırım seviyesine erişebilmenin yolu ise yatırımlarda kullanılacak fonların yeterliliği ile mümkün olmaktadır.

Ekonomik gelişmeyi sağlamak için temin edilecek fonların hacmi yanında niteliği de önem arz etmektedir. Spekülatif olmayan yatırım odaklı fonlar gelişmiş finans piyasalarına ihtiyaç duymaktadır. Bu ise finansal kurum ve araçların etkinliği ve verimliliği ile birlikte sermaye piyasalarının derinliğine bağlıdır.

Finansal serbestleşme en genel tanımıyla sermaye hareketlerinin serbest dolaşımını ifade etmektedir. Serbestleşme kendi içinde finansal açıklık, finansal derinlik gibi kavramları barındırmaktadır. Serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisi gerek ulusal gerekse de uluslararası çalışmalarla tetkik edilmiştir. Bu tez çalışmasında finansal dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ekonometrik bir model yardımıyla Türkiye için analiz edilmiştir.

Tez çalışmamda desteklerini esirgemeyen başta danışman hocam sayın Dr. Öğr. Üyesi Ş. Mustafa ERSUNGUR olmak üzere sosyal güvenlik uzmanı sayın Hülya ÖZUYSAL'a ve isimlerini saymadığım değerli akademisyen hocalarım ile anne ve bababama teşekkürlerimi borç bilirim.

**TABLolar DİZİNİ**

<b>Tablo 2.1.</b> Tek Ülkeli Çalışmalar Tablosu (Gelişmekte Olan Ülkeler).....	36
<b>Tablo 2.1.</b> Tek Ülkeli Çalışmalar Tablosu (Gelişmiş Ülkeler) .....	37
<b>Tablo 2.3.</b> Çok Ülkeli Çalışmalar Tablosu (Gelişmekte Olan Ülkeler) .....	43
<b>Tablo 2.4.</b> Çok Ülkeli Çalışmalar Tablosu (Gelişmiş Ülkeler).....	46
<b>Tablo 2.5.</b> Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmalar Tablosu.....	50
<b>Tablo 3.1.</b> Philips Perron Birim Kök Analizi Sonuçları.....	66
<b>Tablo 3.2.</b> Vogelsang ve Perron Yapısal Kırılmalı ADF Birim Kök Testi Sonuçları....	67
<b>Tablo 3.3.</b> Seçilmiş ARDL(1,0,0) Modelinin Tahmin Sonuçları .....	70
<b>Tablo 3.4.</b> Sınır Testi Sonuçları.....	72
<b>Tablo 3.5.</b> Kısa Dönem ilişki Model Sonuçları.....	74
<b>Tablo 3.6.</b> ARDL( 1,0,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Sonuçları .....	74
<b>Tablo 3.7.</b> ARDL(1,0,0) Modelinden Elde Edilen Uzun Dönem Katsayıları .....	75
<b>Tablo 3.8.</b> Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi Kriterleri Sonuç Tablosu .....	78
<b>Tablo 3.9.</b> LM Testi Sonuçları .....	78
<b>Tablo 3.10.</b> MWALD Testi Sonuçları.....	79

**ŞEKİLLER DİZİNİ**

<b>Şekil 1.1.</b> Dünya’da Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyar Dolar).....	9
<b>Şekil 1.2.</b> Dünya’da Portföy Yatırımları (Milyar Dolar) .....	11
<b>Şekil 1.3.</b> Gelişmekte Olan ve Gelişen Ülkelerde Diğer Yatırımlar (Milyar Dolar) .....	13
<b>Şekil 3.1.</b> Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (1998-2017) (Milyon \$) .....	58
<b>Şekil 3.2.</b> Türkiye’de 1998-2017 Dönemi Portföy Yatırımları (Milyon \$).....	60
<b>Şekil 3.3.</b> Türkiye’de 1998-2017 Dönemi Diğer Yatırımlar (Milyon \$).....	61
<b>Şekil 3.4.</b> Doğal Logaritması alınmış Reel GSYİH Serisinin Grafiği .....	64
<b>Şekil 3.5.</b> Ticari Dış Açıklık (TDA) Serisinin Grafiği.....	65
<b>Şekil 3.6.</b> Finansal Dış Açıklık (FDA) Serisinin Grafiği.....	65
<b>Şekil 3.7.</b> Bağımlı Değişken ve Denkleştirici Denklem Arasındaki Uyum.....	73
<b>Şekil 3.8.</b> CUSUM VE CUSUMSQ Testleri .....	76
<b>Şekil 3.9.</b> AR Karakteristik Polinom Ters Kökleri.....	79
<b>Şekil 3.10.</b> Toda-Yamamoto Nedensellik Sonuçlarının Özeti.....	80

## KISALTMALAR

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AGÜ</b>	: Az Gelişmiş Ülke
<b>ARDL</b>	: Autoregressive Distributed Lag Bound Test
<b>BW</b>	: Bretton Woods
<b>DYSY</b>	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
<b>GOÜ</b>	: Gelişmekte Olan Ülke
<b>GÜ</b>	: Gelişmiş Ülke
<b>PY</b>	: Portföy Yatırımı
<b>DY</b>	: Diğer Yatırımlar
<b>SÖP</b>	: Sınır Ötesi Piyasalar
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>IMF</b>	: Uluslararası Para Fonu
<b>UNCTAD</b>	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
<b>IBRD</b>	: Dünya Bankası
<b>TÜİK</b>	: Türkiye İstatistik Kurumu
<b>FDA</b>	: Finansal Dışa Açıklık
<b>TDA</b>	: Ticari Dışa Açıklık

## GİRİŞ

Dünyada bilgi ögesinden sonra ülkeler arasında en hareketli unsur para ve finansal varlıklardır. Her gün finans şirketleri aracılığıyla uluslararası piyasalarda trilyon dolarlar bir merkezden ötekine akmaktadır. Sermayenin serbest dolaşımı sahiplerini karlı pazar arayışına yönlendirmektedir. Teknolojinin parayı elektronik hale getirmesi finansal mobilitayı kolaylaştırmakta ve saniyeler içinde yüklü miktarda fonlar bir ülkeden diğer bir ülkeye nakledilebilmektedir.

Fonların nereye yöneleceği, ülkelerin siyasi ve ekonomik istikrarıyla doğrudan orantılı olmakla birlikte, kimi durumlarda spekülâtif hareketlerle hedef seçilen ülkelere sermaye girişleri yaşanmakta ve kısa sürede yüksek karlar elde edilerek ülkelere çıkış ile sonuçlanmaktadır. Bu tarz spekülâtif işlemler ülkelerin iktisadi yapılarında ciddi tahripler yaratarak ekonomik büyüme, işsizlik ve diğer temel değişkenler üzerinde olumsuz etkilere sebep olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin sığ sermaye piyasa yapısına sahip olmaları, spekülâtif hareketler karşısında krizle karşılaşma risklerini artırmaktadır. Bununla birlikte sermayenin serbest dolaşımının daima kriz doğurduğunu ileri sürmek de rasyonel bir düşünce değildir. Nitekim ülkelerin yeterli büyüme hızına ulaşabilmeleri ve işsizlikle mücadele edebilmeleri için gerekli finansman ihtiyacının sermaye akımları yoluyla temin edilebilmesi, serbestleşmenin riskleri yanında getirilerinin de olduğunun bir göstergesidir.

Son yıllarda yaşanan finansal krizlerin (Latin Amerika, Güneydoğu Asya, Rusya, Türkiye) finansal serbestleşme ile olan yakın ilişkisi yönündeki iddialar, teorik ve deneysel çalışmaların bu konu üzerinde yoğunlaşmasına neden olmuştur

1980'lerden sonra gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) yoğun katılımıyla artan küreselleşme olgusu, mal akımlarının yanı sıra finansal hareketliliği de önemli ölçüde artırmıştır. Böylece piyasalar arası sınırların ortadan kalkmaya başladığı yeni ekonomik düzende, sermaye akışlarının ülkelerin iktisadi büyümeleri üzerinde ne tür etkilere sebebiyet verdiği yoğun tartışmalara konu olmuştur. Dünya'da yaşanan krizlerin sebepleri arasında serbestleşme hareketlerinin tetikleyici olup olmadığı, büyüme yaşayan

ekonomilerde sermaye hareketlerinin nasıl bir etkiye sahip olduğuna ilişkin soru işaretleri konu hakkında çok sayıda teorik ve deneysel araştırmanın yapılmasını gerektirmiştir.

Bu çalışmadaki amaç; finansal dış açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin bir ekonometrik model yardımıyla Türkiye için analiz edilmesidir. Türkiye üzerine daha önce yapılan analitik çalışmalara bakıldığında; finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi konusunda tam bir literatür birliği bulunmadığı görülmektedir. Yapılan bu çalışmanın, serbest piyasa ekonomisiyle işleyen Türkiye’de finansal serbestleşme büyüme tartışmalarına analitik açıdan bir katkı sağlayacağı beklenmektedir.

Bu çalışmada ekonomik büyüme ile ticari ve finansal açıklık arasındaki ilişki ekonometrik model kurularak analiz edilmiştir. Çalışmada kullanılan seriler Dolar (\$) cinsinden reel GSYİH, finansal dış açıklık ve ticari dış açıklık serileridir.

Tez üç ana bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde; finansal serbestleşme ve ekonomik büyümeye ilişkin teorik yaklaşımlar ile lehte ve aleyhte görüşlere yer verilmiştir. İkinci bölümde; finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi konu alan deneysel çalışmalara değinilmiş ve tek ülke-çok ülke ve gelişmekte-gelişmiş ülke ayrımları dikkate alınarak literatür özeti verilmiştir. Üçüncü bölümde ise; sermaye hareketleri özelinde finansal serbestleşmenin Türkiye Ekonomisi üzerindeki etkileri 1998-2017 dönemi verilerinden hareketle ekonometrik bir çalışmayla incelenmiştir. Bu amaçla temel serbestleşme göstergelerinden olan finansal ve ticari dış açıklık göstergeleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ARDL sınır testi yaklaşımıyla incelenmiş ve değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Toda-Yamamoto nedensellik testi ile analiz edilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### KAVRAMLAR VE TEORİK ÇERÇEVE

Çalışmanın bu bölümünde, finansal serbestleşme, finansal piyasalar, uluslararası sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme kavramlarına yer verilmiş, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkileri teorik görüşler çerçevesinde ele alınmıştır.

#### 1.1. KAVRAMSAL AÇIDAN FİNANSAL SERBESTLEŞME

Finansal serbestleşmenin kavramsal açıdan anlaşılabilmesi için bazı kavramların bilinmesi önem arz etmektedir. Bunlar sırasıyla finansal piyasalar, uluslararası sermaye piyasaları, finansal gelişme, finansal derinleşme ve nihayetinde finansal serbestleşme kavramlarıdır.

##### 1.1.1. Finansal Piyasalar

Genel olarak finansal piyasalar; fon arz edenler ile fon kullanıcıları arasındaki değişim işlemini ve fon akımını regüle eden, finansal işlemlerin gerçekleştirilmesi için gerekli vasıtalar ile kanuni kuruluşlardan müteşekkil yapılardır. Finansal piyasalar para ve sermaye piyasalarından meydana gelmektedir. Finansal işlemler kendi içinde yerel ve uluslararası işlemler şeklinde bir ayrıma tabi tutulabilirler. İşlemlerin yurt içi ya da küresel olarak tanımlanması bu işlemlerin ülkeler ya da bölgeler arasındaki sirkülasyonuna göredir. Finansal işlemlerin yerel ya da küresel olma niteliğinde temel kriter o ülkelerin siyasi sınırlarıdır. Eğer iki tarafı da aynı ülkede ikamet eden kişi ya da kuruluşlardan oluşan bir finansal işlem gerçekleştiriliyorsa bu işlem yurt içi bir finansal işlemidir. Uluslararası fonların yabancılara veya yabancı fonların yerli kullanıcılara aktarılması durumunda da bir uluslararası finansal işlemin varlığından bahsetmek mümkündür. Ayrıca iki taraf da aynı ülkede yerleşik kişilerden oluştuğu halde, işlemin bağlı bulunduğu para yabancı ise yine bir uluslararası finansal işlemden bahsedilecektir (Seyidoğlu, 2003: 682).

Sınır ötesi piyasalar (SÖP), finansal serbestleşme olgusu ile birlikte gelişmeye başlamıştır. Bu gelişimin sürdürülmesi sınır ötesi fon akımları üzerindeki engellerin

kaldırılmasıyla mümkün hale gelmiştir. SÖP'lerin gelişimin devamını etkileyen bir diğer unsur, yurt içi piyasalara göre yatırımcılara sunacağı bir maliyet ya da gelir avantajı sağlamasıdır. Sınır ötesi piyasalardaki bu avantaj işlem hacminin büyüklüğünden ve iç piyasalardaki faiz sınırlaması, vergi, mevduat karşılıkları ve mevduat sigorta primi gibi hükümet kısıtlamalarının minimum düzeyde olmasından kaynaklanmaktadır. SÖP'lerin gelişimindeki bir diğer husus ise haberleşme ve iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmelerdir (Seyidoğlu, 2003: 683).

Finansal piyasalar sistematize edilirse, bir yanda fon arz edenler, diğer tarafta ise yatırımcılar yer almaktadır. Bu piyasalar tasarruf sahipleriyle yatırımcıyı bir araya getiren, bir nevi fon arzı ile fon talebi arasında köprü işlevini yürüten para ve sermaye piyasalarından oluşmaktadır. Para piyasası, kısa vadeli, sermaye piyasası ise orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar şeklinde tanımlanmaktadır. Finansal piyasalarda en temel yatırım aracı likiditesi en yüksek olan paradır. Bununla birlikte mevduatlar, krediler, hisse senetleri ve borçlanma senetleri gibi finansal varlıklar da bu piyasanın diğer yatırım ve borçlanma enstrümanlarıdır. Finansal sistem; ana aktörlerini fon talep edenler ve arz edenlerin, yatırım ve finansman araçlarıyla belirli bir hukuksal çerçevede içerisinde işlem yaptıkları bir yapıdır. Bu yapıda fon arz edenler tasarruf sahipleri, talep edenler ise yatırımcılar ya da tüketicilerdir. Bu iki kesim arasındaki kaynak transferi başta para olmak üzere mevduat, kredi, sosyal güvenlik fonları, devlet iç borçlanma senetleri vb. araçlar vasıtasıyla sağlanmaktadır. Fon akımı, banka, menkul kıymet borsaları, yatırım ortaklıkları vb. aracı kuruluşlar tarafından yasaların öngördüğü şekilde cereyan etmektedir.

#### **1.1.1.1. Para Piyasaları**

Para piyasaları kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar şeklinde tanımlanabilir. Bankalar bu piyasalardaki en organize kurumlardır. Araçlarını kambiyo senetleri adı verilen çek, bono ve poliçe ile mevduat sertifikalarının oluşturduğu; kaynaklarını ise çeşitli mevduatların meydana getirdiği bu piyasada vade bir yıldan kısadır. Bu piyasadan sağlanan fonlar kredi olarak işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır (Şakar, 1997: 6). Para piyasası nitelik itibariyle, nakit ve benzeri işlemlerin yapıldığı bir piyasa olup, sermaye piyasalarından bu yönüyle ayrılmaktadır.



### **1.1.2.1. Sermaye Piyasaları**

Sermaye piyasaları uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasanın temel enstrümanları hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerlerdir. Bu piyasanın kaynaklarını tasarruf sahiplerinin birikimleri oluşturur. Bu piyasada vade, para piyasasına göre daha uzundur. Sermaye piyasası iki alt piyasadan meydana gelmektedir. Bunlar, birincil ve ikincil piyasalardır. Birincil piyasa, hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan karşılaştıkları piyasalardır. İkincil piyasa ise, menkul kıymetleri alanların bunları tekrar paraya çevirmek istedikleri piyasalardır. İkincil piyasa menkul kıymetleri paraya çevirerek likiditesini arttırmakta ve birincil piyasanın gelişimine katkı sağlamaktadır. Para ve sermaye piyasaları arasında sürekli bir fon döngüsü mevcuttur. Faiz oranı piyasalar arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici niteliğindedir. Bu iki piyasa arasında fonlar düşük faizden yüksek faize doğru mobilite göstermektedir. Para piyasasında meydana gelen bir faiz artışı sermaye piyasasına da etki etmektedir. Örnek olarak yüksek getirili hazine bonosu ihracını duyan bir yatırımcı daha yüksek gelir elde etmek amacıyla sermayesini bankadan çekerek hazine bonosuna yatıracaktır. Bu durumda bankalar portföylerindeki fonun hazine bonosuna kaymasını önlemek için tasarruf mevduatına verdikleri faizi artırım yoluna gideceklerdir (Şakar, 1997: 9).

### **1.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri**

Sermaye hareketleri, bir ülkede ikamet eden yerleşik şahıs ve kuruluşların yabancı ülkede yaşayan kişi ve kuruluşlarla yapmış oldukları mal hizmet vb. işlemlerden doğan ticari yatırımlar ile ülkeler arasında aktarımı yapılan finansal kaynaklardan meydana gelmektedir. Sermaye hareketleri, ülkelerin ödemeler bilançosunda sermaye hesabında izlenebilmektedir. Ödemeler bilançosu veya bir başka tabirle ödemeler dengesi; ülkelerin belirli bir dönem içerisindeki dış ekonomik ve mali ilişkilerinin bir kompozisyonu niteliğindedir. Ödemeler bilançosunda yapılan döviz kazandırıcı işlemler bilançoda alacaklandırılırken, döviz çıkışına neden olan işlemler ise borçlandırılmaktadır. Bundan dolayı ülkelere dışardan sermaye akımları durumunda sermaye hesabı pozitif, tam tersi bir durumda ise negatif olarak değerlendirilmektedir (Oktay, 2005: 59-70).

Uluslararası sermaye hareketlerinin çıkış noktasını bireylerin ülkeler arasında birbirlerine yaptıkları fon transferleri oluşturmaktadır. Küreselleşmenin finansal sınırları kaldırdığı yirmibirinci yüzyılda, kişiler arası fon transferleri gelişerek kurumsal bir yapıya kavuşmuştur. Öyle ki devletler ve uluslararası kuruluşlar bu süreçte başrolü almışlardır.

Uluslararası sermaye akımlarına yönelik farklı tanımlamalar yapılmıştır. Bu tanımlamalar, başta vade olmak üzere, sermayenin niteliği, ülkelere giriş amacı, ekonomiye etkileri vb. kriterlere göre çeşitlilik göstermektedir. Vadesine göre kısa-uzun vadeli, amacına göre ticari, teknik ve kalkınmaya yönelik, kurumuna göre resmi ve özel sermaye hareketleri ayrımı yapılabilir (Karagül ve Masca, 2009:341-361). Literatürde en yaygın şekilde kullanılan sınıflama, Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin kurumsal taban esaslı resmi ve özel sermaye hareketleri ayrımıdır (Girdap, 2007: 10).

#### **1.1.2.1. Uluslararası Resmi Sermaye Hareketleri**

Resmi sermaye hareketleri; GÜ'lerin AGÜ'lere yaptıkları bağış ve kredi niteliğindeki yardımlardır. Yapılan yardımlar bağış şeklinde olursa transfer, kredi şeklinde olur ise borçlanma olarak adlandırılmaktadır (Kar ve Kara, 2003: 46-80).

Resmi sermaye hareketleri veya akımları; yabancı ülke hükümetleri ya da uluslararası mali kurumlar tarafından hükümetlere, resmî kurumlara ve firmalara verilen kredilerden oluşmaktadır. Bu krediler nitelikleri gereği proje, program ve serbest ve bağlı krediler şeklinde bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Proje kredileri özellikle gelişmiş ülkeler ve finansal kuruluşlar tarafından az gelişmiş ülkelerin kalkınması amacıyla tahsis edilmektedir. Proje kredilerinde amaç, belli bir projeye ilişkin mal ve hizmet ithalatının finansmanının oluşturulmasıdır. Program kredileri ise ülkedeki ithalatçı kuruluşlarca kullanılan kredilerdir. Bu krediler proje kredilerine göre daha esnektir. Bağımsız krediler ise verildiği kaynağa ya da projeye bağlı olmayan kredilerdir. Uygulamada bu tür krediler yaygın değildir. Gerek kredi gerekse bağış türünden yardımların tahsisinde birtakım faktörler ön plana çıkabilmektedir. Özellikle kredi ya da yardım alan ülkenin sosyo ekonomik ve siyasi durumu bu süreçte dikkate alınmaktadır. Dünya bankası başta olmak üzere, Avrupa Kalkınma Bankası, Asya Kalkınma Bankası ve İslam Kalkınma Bankası gibi uluslararası kuruluşların geliştirmekte olan ülkelerin tasarruf açıklarını kapatmaları ve

yeterli büyüme için sağladıkları kredi ve yardımlar bu ülkelerin ekonomik gelişmişliğinin artmasına imkân sağlamaktadır (Yentürk vd. 2004:157-158).

### 1.1.2.2. Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri

Sermaye oluşturma gücü ile sermayeye duyulan ihtiyaç bakımından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında birtakım farklılıklar vardır. Sermaye ihtiyacı gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere göre düşük düzeylerde kalmaktadır. Bu durum sermayenin aynen mal akımlarında olduğu gibi ihtiyaç duyulmayan ülke ve kuruluşlardan, kıt ve ihtiyaç duyulan ülke ve kuruluşlara akmasına sebep olmaktadır. Gelişmiş ülkelerin düşük faiz ve kar oranları karşısında gelişmekte olan ülkelerin yüksek faiz ve kar seviyelerine sahip olması sermayenin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru akımına imkân vermiştir (Dilik, 1965: 183).

Milli kurumlar ve milletlerarası kuruluşların haricinde şirketler ve şahıslar arasında cereyan eden uluslararası akımlar, özel sermaye hareketleri denen olguyu doğurmuştur. Özel sermaye hareketleri ilk başlarda ülkeler arasında var olan yüksek faizlerden yararlanmak amacıyla dolaşırken sonrasında, akımın olduğu ülkelerde işgücü ve istihdamı yaratacak türden kalıcı bir niteliğe bürünmüştür. Sermayenin niyetine dayalı bu farklılık, özel sermaye hareketlerinin 3'lü bir ayrıma tutulması sonucu doğurmuştur (Dilik, 1965: 183-186).

Bu sınıflamanın ilki olan doğrudan yabancı yatırımlardır. 4875 sayılı "Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanununda"; yabancı yatırımcı tarafından, dış ülkelere getirilen, ve Merkez Bankasınca alım satımı yapılan konvertibl para şeklindeki nakit sermaye, menkul kıymetler (Devlet tahvilleri hariç), makine ve teçhizat, sınaî ve fikrî mülkiyet hakları ile yurt içinden sağlanan ve yeniden yatırımda kullanılan kâr, hâsılat, para alacağı veya malî değeri olan yatırımlarla ilgili diğer hakları ifade etmektedir. Yine aynı kanunda Doğrudan Yabancı Yatırımların; doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin hakları, yeni şirket kurmayı veya şube açmayı, menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı kapsadığı ifade edilmiştir.

Özel sermaye hareketlerinin ikincisi portföy yatırımlarıdır. Bu yatırımlar; hisse senedi ve borç senetlerine yapılan yatırımları içermekte olup yöneldikleri ülkelerde sermayeden başka bir katkıları bulunmamaktadır.

Özel sermaye hareketlerinin son kalemi olan Diğer yatırımlar; doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve rezervler dışında kalan diğer sermayeye ilişkin stoklardan oluşmaktadır. Ticari krediler, krediler ve mevduatlar diğer yatırımların alt kalemini oluşturmaktadır.

#### **1.1.2.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**

Yabancı yatırım, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Bir ülkede işlem gören şirket hisselerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar, doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 718-722).

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında (DYSY) yatırımcı yurt dışındaki tesisin mülkiyetine kısmen veya tamamen sahiptir, şirket yönetim ve denetimi yatırımcıya aittir. Dışarıdaki işletme şirketin teknolojisinden, ticari sırlarından, yönetim bilgilerinden, ticaret unvanından ve faydalanırken, kısmen ya da tamamen kazanılan kârları, ham madde, yarı işlenmiş veya mamul malları şirketin ana merkezine transfer eder. Bu tür yatırımlar ülkenin istihdam hacmini artırarak işsizliğin giderilmesine de belirli ölçüde katkı sağlamış olur.

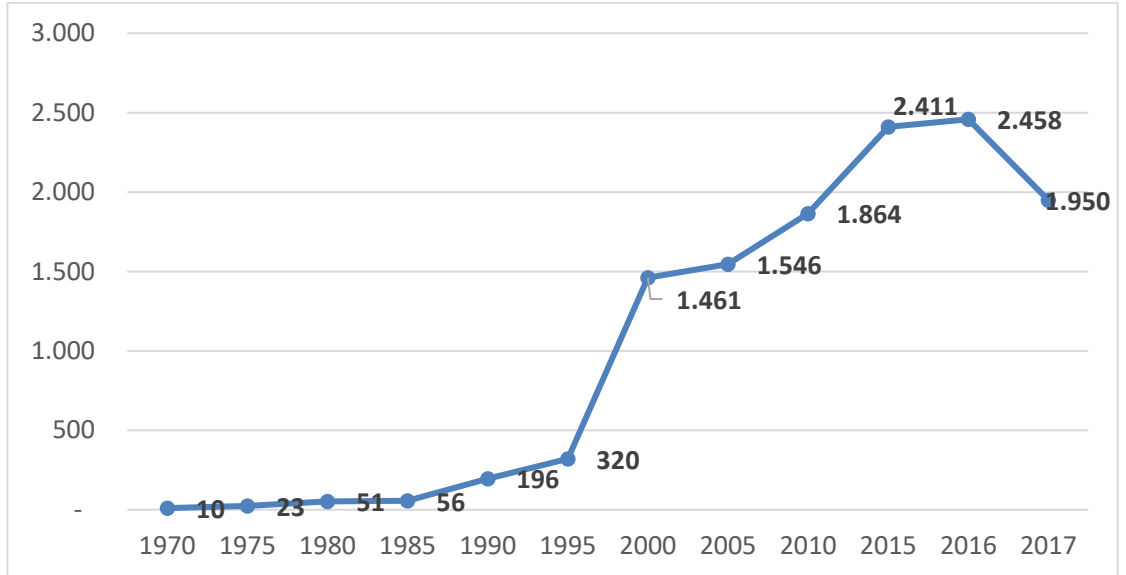
DYSY'ler; şirket evlilikleri, ortak girişimler, stratejik ortaklıkları vb. araçlar vasıtasıyla küresel çapta akışkanlık kazanmaktadır. Şirket evlilikleri; iktisadi alanda yaşanan küreselleşme rüzgârının bir sonucu olarak özellikle uluslararası boyutlarda önem kazanmış, şirketlerin birbirlerinin teknolojik ve idari know-howlarını bir araya getirmek kaydıyla, piyasalarda daha rekabetçi duruma gelmelerine ve pazar paylarını büyütmelerine imkân sağlamıştır. Bankacılık başta olmak üzere, enerji, madencilik vb. stratejik öneme haiz sektörlerde yaşanan evlilikler, son senelerde uluslararası iktisadi arenada yoğun şekilde görülmektedir. Ortak girişimler ise, iki ya da daha fazla tüzel kişinin bir araya gelerek, kararlaştırdıkları belirli bir yatırım projesinde birlikte hareket

etmek için oluşturdıkları ortak işletme yapılarıdır. Birçok uluslararası şirket ortak girişimleri; büyümenin devamını sağlamak, hâlihazırdaki yerel pazarda kalmak ve artan uluslararası rekabete karşı koymak için tercih etmektedir (Seyidoğlu, 2003: 718-722).

DYSY'lerin ülkeler arası seyrinin çeşitli nedenleri vardır. Bu nedenler; ekonomik, davranışsal ve stratejiktir olabilmektedir. DYSY'lerin özellikle GOÜ'ler için refahın ve kalkınmanın anahtarlarından biri olduğu düşünülmektedir. DYSY'ler yöneldikleri ülkelerde üretimi artırmak, sermaye açığını kapamak, istihdamı artırmak, ucuz hammadde temini ve yeni teknoloji tranferi gibi çeşitli avantajlar sağlamaktadırlar (Seyidoğlu, 2003: 718-722).

Dünya ekonomisindeki serbestleşme ve küreselleşme eğilimleri, gelişmekte olan ülkelerin sürdürülebilir kalkınma hedeflerine ulaşmak için kaynaklarını ve kapasitelerini geliştirmeleri yönünde baskılar oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik kalkınmalarının finansmanındaki yapısal darboğazlar ve sermaye yetersizliğinden dolayı tek alternatif dış fon kaynaklarıdır. GOÜ'ler için dış fonlar; uluslararası mali kurum finansmanlarını, devletlerarası finansmanları ve uluslararası ticari banka kredilerini kapsarken, alternatif dış kaynaklar; doğrudan yabancı yatırımlar ve uluslararası portföy yatırımlarını içermektedir. Dünyada DYSY'lerin gelişim seyri Şekil 1.1. de görüldüğü gibidir.



**Şekil 1.1.** Dünya'da Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyar Dolar)

#### 1.1.2.2.2. Portföy Yatırımları

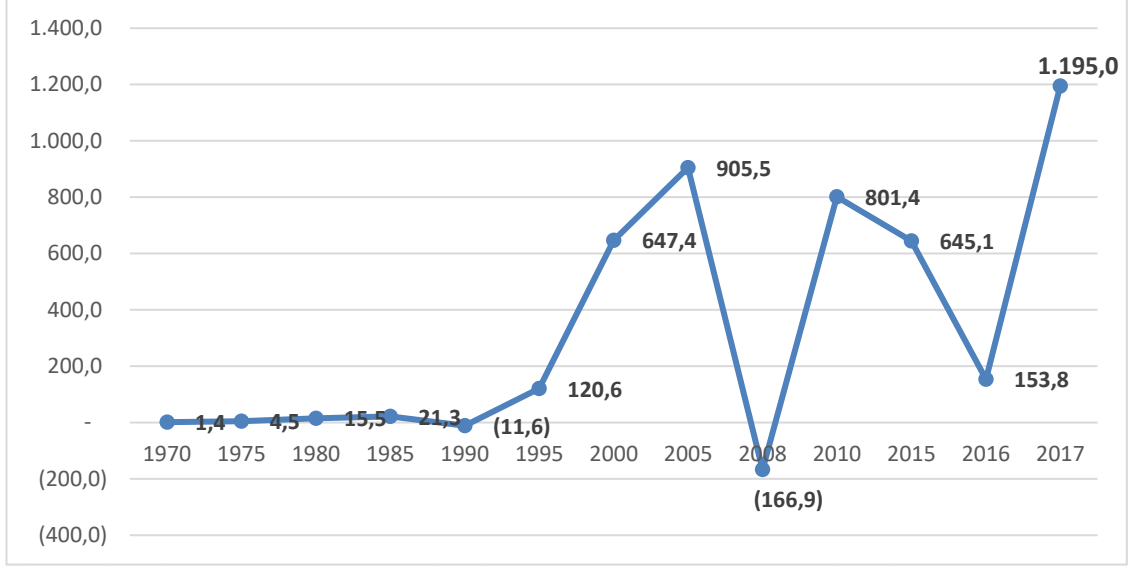
Portföy yatırımı (PY); yatırımcıların yerleşik olmadıkları ülkelerde özel sektör tarafından piyasaya arz edilen hisse senedi ve türevleri ile diğer finansal varlıkları satın almasıdır (Chang ve Grabel, 2005: 142). PY'ler menkul kıymetlere yapılan yatırımlar olarak da betimlenmektedir.

PY'lerin ülkeler arasındaki akımı herhangi bir sınırlamaya tabi değildir. Yüksek kar hedefiyle hareket eden bu yatırımların, gittikleri ülkelerde uzun süreli kalması, ülkelerin ekonomik ve siyasal istikrarıyla doğru orantılıdır. Piyasaları iyi disiplinize edilmiş, derinliği yeterli bir borsa ve mali sektör, PY'lerin bu ülkelere yönelmesinde önemli unsurlardır. Bu nedenle piyasalardaki istikrar, ekonomik göstergelerin pozitif yönde ilerlemesi ve gelecek beklentilerinin olumlu algısı yatırımcıların risk primlerini azaltıp ülkelere olan sermaye akışını hızlandıracaktır.

Günümüzde finansal araçlar ve piyasa mekanizmasının teknoloji sayesinde hızlı işleyişi sonucu hisse senedi ve borç senetleri türünden menkul kıymetler bir ülkeden diğerine saniyeler içinde aktarılabilmektedir. Çok kısa sürede yön değiştirme kabiliyetine sahip bu yatırımlar, spekülasyon işlemlere açık araçlar haline gelebilmektedir.

PY'lerin ülke ekonomileri üzerindeki spekülasyon etkilerine karşın yöneldikleri ülkelere -ki bunlar özellikler sermaye açığı olan GOÜ'lerdir- borçlanmaya gidilmeksizin kaynak sağlamaları, PY'leri bu ülkelerde açıkların kapatılması bakımından önemli kılabilir. PY'nin GOÜ'ler için sağladığı bir diğer fayda o ülkelerdeki finans piyasalarının yönetsel, teknik bilgi birikim ve tecrübesine katkı sağlayabilmesidir (Açıkalın ve Ünal, 2008: 15-17).

Dünya ekonomisinde özellikle 1990'lı yıllardan sonra DYSY'lerde çok hızlı bir artış gözlenirken, PY'lerde genel olarak düşme eğilimi görülmüştür. GOÜ'ler için önemli bir mali kaynak olan PY'ler 1990-95 döneminde DYSY'lere paralel olarak artış göstermiştir. 1990'lı yılların ortalarında yaşanan Meksika Krizi, Güney Asya Krizi ve sonrasında Türkiye vb. GOÜ'lerde yaşanan finansal krizler PY'lerin hacminde gerilemeye yol açmıştır. Dünyada PY'lerin gelişim seyri Şekil 1. 2. de görüldüğü gibidir.



Şekil 1.2. Dünya’da Portföy Yatırımları (Milyar Dolar)

### 1.1.2.2.3. Diğer Yatırımlar

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Ödemeler Dengesi Genel Müdürlüğü meta veri metninde; doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv varlıklar dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri bu bölümde yer almaktadır. Portföy yatırımlarında olduğu gibi, varlık ve yükümlülük ayrımında, türlerine ve sektörüne göre alt ayrımlar bulunmaktadır. Diğer yatırımlar, genel olarak yurt dışı kişi ve kuruluşlardan alınan krediler ile yabancıların yurt içi tasarruflarından meydana gelmektedir. Diğer yatırımlardan, vadesi 1 yıla kadar olanlar kısa vadeli, 1 yıldan uzun olanlar ise uzun vadeli sermaye yatırımları şeklinde nitelendirilmektedirler (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2018:1-34).

Sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli sermaye hareketleri; 30, 60, 90 gün vadeli yabancı banka kredisi ve diğer yurt dışı mevduatlardan meydana gelmektedir. Sıcak para hareketlerinin çerçevesini likidite özelliği yüksek, çok kısa vadeli sermaye hareketleri çizmekte olup, zaman ve miktar belirsizliği bu tür hareketleri diğer sermaye hareketlerinden ayıran temel unsur olmaktadır. Kısa vadeli yatırımların spekülatif işlemlere konu olabilmeleri nedeniyle DYSY’ler gibi ülkelerin ekonomik büyümelerine doğrudan katkı sağlamaları da söz konusu değildir.

Sıcak para hareketlerinin birtakım belirleyicileri mevcuttur. İlki döviz kurunun artışına bağlı olarak yerli paranın değer kaybedeceği ve bu nedenle ülkeden sermaye

çıkışı olacağı hususudur. İkinci olarak faiz arbitrajı nedeniyle ülkeler arası faiz oranlarında meydana gelen artış ya da azalışlar nedeniyle kısa sürede ülkeye sermaye giriş ve çıkışı yaşanmasıdır. Buna yönelik olarak; GÜ'lerdeki yatırımcılar kendi ülkelerindeki düşük faiz hadleri yerine GOÜ'lerdeki yüksek faiz haddini tercih ederek yüksek kâr amacıyla bu ülkelere yönelik para transferinde bulunmaktadır.

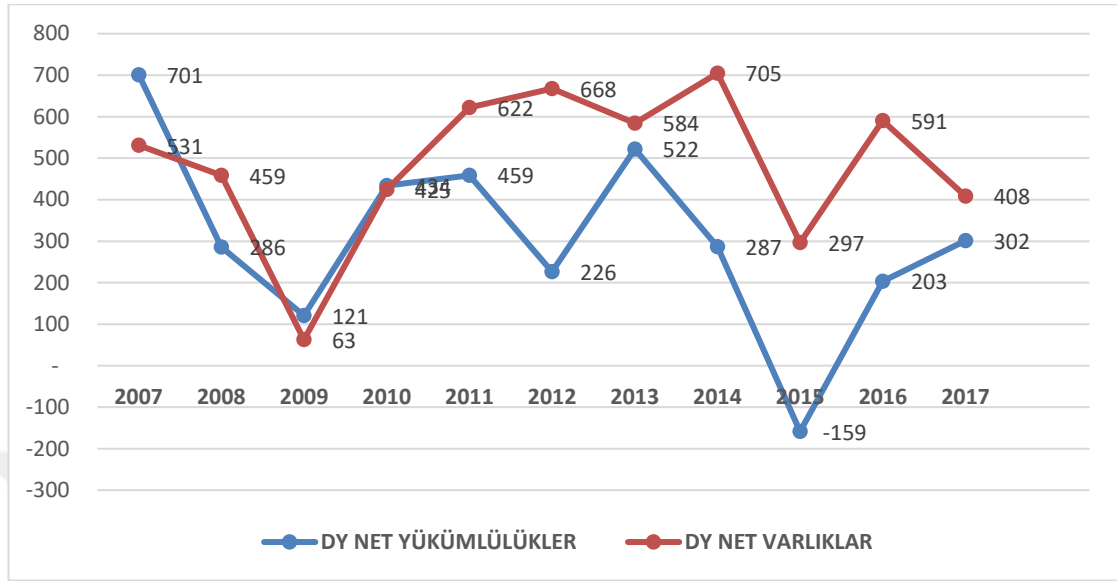
Sermaye akımlarında etkin olan nedenlerden bir diğeri de risk ve karlılık farklarıdır. Yabancı yatırımcılar ellerindeki parayı yüksek gelir yaratan alanlara yöneltirken bu alandaki karlılık ve riski birlikte değerlendirirler. Yüksek risk içeren alanlarda her ne kadar yüksek kar ihtimali olsa da yatırımcılar çoğunlukla risklerini minimize edecek tercihlerde bulunmakta ve yatırımlarını bu şekilde kanalize etmektedirler.

Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri; bir yıldan daha uzun bir vadeye sahip teminat ve anlaşmaları içerir. Bu hesap altında, ithalat ve ihracat ile ilgili krediler, finansal ödünç verme ve borçlanmalar vardır. Bunun yanında, yurtdışından sağlanan krediler ve bu kredilerin anapara geri ödemeleri de bu tür sermaye hareketleri arasında yer almaktadır. Kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları buna örnek gösterilebilir. Yurtdışından alınan krediler ödemeler dengesine olumlu katkıda bulunurken bu kredilerin anapara ödemeleri rezervleri azaltıcı etkiye sahiptir. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri kamu sektörü, ticari bankalar ve özel sektör dâhil diğer sektörler olarak alt kalemlere ayrılmaktadır ve bu alt kalemler de genellikle kredi kullanımları ve bu kredilerin anapara geri ödemelerini göstermektedir (Karagöy, 2003:8).

Diğer yatırımların yıllar itibariyle seyrine bakıldığında; 1990'lı yılların başından ortalarına kadar genel olarak artış gösteren DY'ler, 1995 yılında 72 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. 1995'ten sonra kademeli bir düşüş sergileyen diğer yatırımlar 2003 yılından itibaren tekrar yükselişe geçmiş ve 2007 yılında 190 milyar dolar düzeyine varmıştır. 2008'de meydana gelen mortgage kriziyle birlikte artan para talebi bu yatırımların portföy yatırımlarına benzer bir trendle ciddi düşüş göstermesiyle sonuçlanmıştır. O dönemde IMF tahminleri 2010 ve 2011 yıllarında düşüşün azalarak da olsa devam edeceği yönünde olmuştur. Ekonominin 2013 yılında toparlanma göstermesiyle tekrar artışa geçen net yükümlülük oluşumu 2014 ve 2015 yıllarında ciddi bir azalış göstererek negatif düzeylere inmiştir. Net yükümlülük artışı 2016 ve 2017 yılları için yeniden artış



trendine girmiştir. Diğer yatırımların GOÜ ve GÜ'lerdeli seyri Şekil 1.3.'te görüldüğü gibidir.



**Şekil 1.3.** Gelişmekte Olan ve Gelişen Ülkelerde Diğer Yatırımlar (Milyar Dolar)

### 1.1.3. Finansal Serbestleşme

Klasik iktisatçılara göre 19. yüzyılın ilk yarısında ekonomide yaşanan krizler, sermaye birikiminin gelişimi sırasında rastlantısal olarak ortaya çıkan kazalardan ibarettir. Bu durum İngiliz iktisatçı Jevons, Avusturyalı iktisatçı Menger ve özellikle genel denge teorisinin kurucusu Walras'ın çalışmalarından esinlenerek 19. yüzyılın sonunda kurulan Neo-klasik okul için de geçerliliğini sürdürmüştür. Neo-klasik modelde denge kuramsal olarak otomatiktir bir diğer ifadeyle kriz olanaksızdır. Devletin piyasaya müdahalesi, taban ücret vb. politikalar ile sendikal talepler istihdam piyasasının etkin işleyişine engeldir. Neo klasiklere göre kriz tesadüfi bir vakadır (Yılmaz vd. 2005: 77-96).

Uluslararası ticari ilişkilerin giderek yoğunlaştığı 20. yüzyılda, uluslararası para krizleri zaman zaman önemli boyutlara erişmiş ve her kriz yeni bir para sisteminin doğması sonucunu doğurmuştur. 1870-1930 arası sabit döviz kuruna dayalı altın standardı sistemi 1870'lerden Birinci Dünya Savaşına kadar, başarıyla uygulanmıştır. Uluslararası parasal krizlerinin yaşanmadığı bu ara dönem savaş sonrası giderlerin artması ve 1929'da yaşanan ekonomik bunalım sonucu, ülkeleri altın standardından uzaklaşarak paralarını dalgalanmaya bırakmalarına sevk etmiştir (Dinler, 2002: 528-529).

1929 Ekonomik Krizi sermaye piyasalarında büyük bir paniğe neden olmuştur. Toplam talepte meydan gelen azalmaya paralel olarak üretim hacmindeki düşüş, ekonomide yaygın bir işsizliğin yaşanmasına neden olmuştur. Krizle birlikte altına olan talep artışı, altın fiyatlarında yükselmelere sebep olmuş ve sonucunda altın standardı sistemi iflas etmiştir (Dinler, 2002: 530).

Dünya ekonomisinin 20. yüzyılın ikinci çeyreğinde karşılaştığı büyük buhran, ekonomide büyük bir çöküntünün yaşanmasına neden olmuştur. Yaşanan bu durgunluğun piyasalara müdahale edilmeksizin, ekonominin kendiliğinden dengeye gelmesiyle aşılacağı kanaati, krizin derinleşmesiyle yerini müdahaleci iktisat anlayışına terk etmiştir. Zira 1929 buhranı piyasaların kendiliğinden dengeye gelmesiyle bertaraf edilememiş klasik süreçler için geçerli olan piyasa mekanizmaları yetersiz kalmış veya hiç ortaya çıkmamıştır. Böylece 1929 bunalımı, kapitalist tarihin kendiliğinden bir yeniden canlanma sürecine giremeyen ilk bunalımı olmuştur. Öyle ki, uzun dönemde klasik iktisatçıların gözüyle kriz iktisadi olayları düzenleyici işlevini görememiştir. Bu durum sonucunda iktisadi alanda yeni açıklamalar ve kuramlar dile getirilmeye başlanmıştır (Yılmaz, vd. 2005: 82).

Yaşanan kriz ekonomideki görünmez el vasıtasıyla düzeltilemeyince, piyasalara müdahale fikri gündeme gelmiştir. Teorik temelleri Keynes tarafından atılan ekonomik anlayış, piyasalarda durgunluğa neden olan özel talep yetersizliğinin devlet eliyle giderilebileceğini öne sürmüştür. Keynes, 1936' yılında "Para, İstihdam ve Faizin Genel Teorisi" adıyla yayınladığı kitabında; Klasiklerin iddia ettikleri piyasalarda tam istihdam dengesi tezine antitez olarak eksik istihdam dengesini ileri sürmüştür. Keynes, ekonominin eksik istihdamda işlediğini ve mevcut krizi çözmede serbest piyasa mantığının sonuç veremeyeceğini ifade etmiş ve bu nedenle müdahaleci ekonomi politikalarının gerekliliğini öne sürmüştür.

1929 Dünya Ekonomik Krizi ve sonrasında yaşanan İkinci Dünya Savaşı, ülkeler arasında açılan yaraların kapanması ve istihdamın yeniden canlandırılması için uluslararası birliklerin kurulmasını gündeme getirmiştir. Yeni bir uluslararası para sistemi oluşturmak amacıyla ABD'nin Bretton Woods kasabasında toplanan 44 ülke; ayarlanabilir sabit kur sistemine haiz bir altın kambiyo sistemini kabul etmiştir. Bununla

birlikte, ülkelerin kalkınması ve büyümesi için; Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası Kalkınma ve İmar Bankası (IBRD) kurulmuştur (Dinler, 2002: 530-531).

1945 sonrası dönemde ekonomide canlanma yaşanmaya başlanmıştır. 1950-1973 dönemi büyüme bakımından “Altın Çağ” niteliğindedir. Bu dönemde büyüme bütün bölgelerde yüksek oranlarda gerçekleşmiş, Batı Avrupa, Doğu Avrupa, Sovyetler Birliği, hatta Latin Amerika ve Afrika da hızlı bir şekilde büyümüştür (Konur ve Dağıstan, 2008: 128).

1973 yılında petrol krizi sonucu petrol fiyatlarında meydana gelen artışlar, yatırım maliyetlerini artırarak karlılığın düşmesine yol açmıştır. Öten yandan Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte sabit döviz kuru rejimi yerini serbest döviz kuru rejimine bırakmıştır. 1970’li yıllardan sonra tüm dünya genelinde başlayan küreselleşme hareketleri temel olarak iki ayrı aşamada gerçekleşmektedir. Ticari serbestleşme ile devletin ekonomiye müdahalesinin kısıtlanması, özelleştirme faaliyetleri ile ekonominin rekabetçi yapıya kavuşturulması, ticari engellerin minimum seviyeye indirilmesi ve mal ve hizmet hareketlerinin sınır ötesine çıkabilmesi amaçlanırken finansal serbestleşme ile de para ve sermaye piyasaları serbestleştirilerek sermaye hesabı üzerindeki baskıların azaltılması amaçlanmıştır (Onur, 2005: 129).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler 1980’li yılların başlarından 1990’lara kadarki dönemde finansal sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reform yapmışlardır. Bunların en önemlileri arasında faiz oranları serbestleştirilerek kredi tavanının kaldırılması, bankaların mevduat munzam karşılık oranlarının azaltılması, bankacılık sektörünün liberalleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 107-134).

Finansal serbestleşme tanımına yönelik iktisat literatüründe geçen 30 yıllık süreç zarfında birbirini tamamlayan farklı tanımlamalar yapılmıştır. Geniş bir tanım yelpazesine sahip finansal serbestleşme olgusu; finansal serbestleşme, finansal deregülasyon, finansal dışa açıklık, finansal küreselleşme vb. şekilde ifade edilmiştir.

Finansal serbestleşme; “ulusal finans piyasalarındaki sınırların kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi

yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması” şeklinde tanımlanmaktadır (Durusoy, 2000: 15-25).

Finansal serbestleşmeye ilişkin bir diğer tanım; bankacılık ve finans sektörü üzerinde engellemeler ve kontrollerin kaldırılması ya da bu sınırlamaların esnek hale getirilmesidir (Ongun, 1993: 38).

Finansal dışa açıklık; yurt içi bankacılık ve diğer finansal araçlar üzerinde devletin müdahale ve kontrollerinin kaldırılmasını hedefleyen ve sonrasında yurt içi finans piyasalarının uluslararası piyasalar ile bütünleşmesini öngören politikalar bütünü şeklinde tanımlanabilir (Dağdelen, 2004: 5-6).

Finansal serbestleşme sermaye ve para piyasaları olmak üzere 2 ayrı piyasada gerçekleşmektedir. Sermaye piyasalarında uygulanan politikalar sermaye hesabının serbestleştirilmesi, sermaye serbestisinin sağlanması ve dış yatırımcılara yönelik kısıtlamaların kaldırılması olarak açıklanmaktadır (Galindo, Micco ve Ordonez, 2002: 8).

Para piyasalarının serbestleştirilmesi ise kurumsal düzeyde, hükümetlerin bankacılık sistemi içerisinde denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı veya azalttığı, bankalar arası rekabetin artırıldığı, faiz oranlarının ve hizmetlerin fiyatlandırılmasının serbest bırakılarak fiyat rekabetinin ve finansal piyasalar arasında bilgi akışına dayalı şeffaflık koşullarının sağlandığı serbestleşme uygulamalarıyla gerçekleştirilmektedir (Ongun, 1993: 127-128).

### **1.1.3.1. İç ve Dış Finansal Serbestleşme**

Finansal serbestleşme iç ve dış finansal serbestleşme şeklinde bir ayırıma tabi tutulabilir. İç finansal serbestleşme; ülke içinde finansal daralmaya yol açan kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması, dış finansal serbestleşme ise genel olarak uluslararası piyasaların yurt içi finansal piyasalarla bütünleşmesinin sağlanması ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesi şeklinde tanımlanabilir. Dış piyasadan serbestçe borçlanılması, iç mali piyasalarda plasman yapılabilmesi gerek iç gerekse dış piyasalardan yurtdışı ve yurtiçi yerleşiklerin serbestçe yerli ve yabancı varlık edinilebilmesi, yurt içi yerleşiklerin yabancı paralar üzerinden bütün işlemlerini herhangi bir sınırlamaya maruz kalmadan gerçekleştirebilmeleri ülkerin dış finansal serbestleşmesindeki önemli göstergelerdir (Kazgan, 1995: 89-90).

### 1.1.3.2. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Finansal serbestleşme olgusuna ilişkin iktisat literatüründe çeşitli iktisat okullarına mensup ekonomistler tarafından farklı görüş ve yaklaşımlar ileri sürülmüştür. Bu yaklaşımların ilki Neo-Klasik okulun temsilcilerinden olan McKinnon ve Shaw (1973) yaklaşımlarıdır. Bu yaklaşım finansal serbestleşmenin faiz oranlarını artırarak sermaye yetersizliğini giderdiğini ve karşılanan kapital ihtiyacının ekonomik büyümeye katkı sağlayacağını ileri sürmüştür. Bu yaklaşıma karşı ortaya konan tepkilerden ilki Yeni-Post- Keynesyen'lerden gelmiştir. Yeni-Post Keynesyenler; faiz oranları serbestinin, ekonomide yüksek faiz-düşük yatırım sonucunu doğuracağını ileri sürmüşlerdir. McKinnon-Shaw'a bir diğer tepki de Yapısalcı İktisatçılardan gelmiştir. Yapısalcılar, faiz oranlarında yaşanacak bir düşüşün enflasyona neden olacağı tezini ileri sürmüşlerdir.

#### 1.1.3.2.1. Mckinnon-Shaw Yaklaşımı

Gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme politikaları literatürünün uzun bir geçmişi vardır. Serbestleşmeye yönelik politikaların başlangıcı McKinnon ve Shaw'ın 1973 yılında yaptıkları çalışmaya dayanmaktadır. Dünya ekonomisi 1973'te ciddi bir şok ile karşı karşıya kalmıştır. Arap-İsrail savaşına bağlı olarak yaşanan petrol ambargosu, petrol fiyatlarının artmasına ve sonucunda yüksek enflasyon ile Bretton Woods sisteminin çöküşüne neden olmuştur (Konur ve Dağıstan, 2008: 128).

McKinnon ve Shaw'ın ileri sürdükleri finansal baskı kuramı; kamusal düzenlemeler, yasal ve diğer piyasa dışı sınırlamalarla finansal araçların ekonomide tam kapasiteli faaliyetlerini engelleyici politikaların bütünü olarak adlandırılabilir. Finansal baskıya neden olan bu politikalar; faiz oranları tavanı, zorunlu likidite oranları, yüksek düzeyli zorunlu rezervler, sermaye kontrolleri, finansal piyasalara giriş ve çıkışlara getirilen sınırlamalar, kredi kısıtlamaları vb. engellerden oluşmaktadır (Ito, 2008: 1).

McKinnon ve Shaw, 1973 yılında dikkatlerini finansal baskı üzerine yoğunlaştırmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınmalarında finansal baskının negatif etkiye sahip olduğunu, bu nedenle düşük reel faiz oranlarının GOÜ'lerde piyasa mekanizması tarafından belirlenmesi gerekliliğini ifade etmişlerdir. İki akademisyen yapmış oldukları analizde, "finansal baskının" GOÜ'lerin finans piyasalarından kaldırılması, finansal sınırlamalara ülke içi faiz oranlarının piyasaca

belirlenmesi yoluyla son verilmesinin, ülkelerin büyüme ve faiz oranlarında artış yaratabileceğini öne sürmüşlerdir. McKinnon ve Shaw'a göre, faiz oranlarına koyulan bir tavan bir yandan tasarrufları azaltırken, öte yandan sermaye birikiminin verimli kaynaklara tahsisine engel olmaktadır. McKinnon finansal baskının, firmaları sübvansiyonlardan faydalanmak amacıyla sermaye yoğun teknolojilere itmekle birlikte yüksek getirili ve kısa vadeli projeleri tercih etmelerine neden olacağını belirtmiştir. Finansal baskının neden olabileceği bir diğer durum ise; yatırımların niceliği yanında niteliğinde de bir düşüşün meydana geleceğidir. Faiz oranlarının, para ve kredi piyasalarının temizlenmesini engelleyecek şekilde baskılanması, tasarruf ve yatırımların kalitesini de baskılayacaktır (Gemech ve Struthers, 2003: 3).

Ülkeler ve bölgeler arası sermaye hareketlerinin engellenmesi finansal baskıya sebep olan bir diğer politikadır. Sermaye hareketlerine getirilen kontroller, finansal bir otarşi ile sermayenin maliyetini artırarak hem iç hem de dış yatırımcıların portföy çeşitlendirmelerini sınırlandırmakta ve yetersiz finans kurumlarının piyasada yok yere var olmasına neden olmaktadır. McKinnon ve Shaw'a göre; ekonominin etkin bir finansal sisteme sahip olması, etkin bir sermaye tahsisine imkân vererek büyüme ve kalkınmaya katkı sağlayacaktır. Yazarlar, tarihsel süreçte gelişmiş ülkelerle birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelere finansal piyasalardaki rekabetin kamusal ve yasal düzenlemelerle baskılanmasının, baskı altında olmayan piyasalara göre tasarruf ve yatırım oranlarındaki geri dönüşü azaltarak ekonomilerin kalkınması engellediğini ifade etmişlerdir (Ito, 2008: 5-6).

Sonuç olarak McKinnon-Shaw'ın yaklaşımından; piyasaların etkin çalışmasının, devlet tarafından piyasalara müdahale edilmemesine bağlı olduğu anlaşılmaktadır. Ülkelerin büyüme ve kalkınmalarında önemli yeri olan faiz, döviz kuru, sermaye hareketleri vb. finansal enstrümanların serbest piyasada rekabetçi işleyişle oluşturulmasının uzun dönemde yatırımlar üzerindeki verimliliği ve dolaylı olarak da ekonomik kalkınmayı tetikleyeceği anlaşılmaktadır.

#### **1.1.3.2.2. Yeni Keynesyen Yaklaşım**

1980'li yılların başından itibaren finansal serbestleşmeyi savunan yaklaşımlara çeşitli eleştiriler gelmeye başlamıştır. Bu eleştirileri yapanların önde gelenlerinden Joseph

Stiglitz, Mc Kinnon ve Shaw'ın savundukları tezin tam aksine finansal serbestleşmenin özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından finansal krizlere neden olduğunu ifade etmiştir. Stiglitz sermaye hesabı liberalizasyonun ekonomide istikrarsızlık ve büyümede gerileme yarattığını; piyasalarda mükemmel olmayan bilgi simetrisine bağlamaktadır. Stiglitz'e göre piyasalarda var olacak bir bilgi asimetrisi, piyasaları pareto etkin işleyişten uzaklaştıracaktır. Stiglitz, serbestleşme üzerine eleştirilerini sıralarken, doğrudan yabancı yatırımların ekonomiye olan katkısını göz ardı etmemekte, buna karşın kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinin ekonomide yarattığı kayganlık ve istikrarsızlığa dikkat çekmektedir (Stiglitz, 2000:1075-1076).

Yeni Keynesyen Yaklaşım'ın bir diğer temsilcisi olan Mishkin, finansal krizler üzerine yazdığı makalede sermaye kontrollerini ele almıştır. 1990'lı yıllarda Meksika ve Doğu Asya'da yaşanan, krizler öncesinde büyük çaplı sermaye girişleri ile kriz sonrasında yaşanan yüksek hacimli sermaye çıkışlarının finansal istikrarsızlığın nedeni olup olmadığını sorgulamıştır. Asimetrik enformasyona dayalı analizi, finansal kriz ve istikrarsızlıkların oluşmasında, uluslararası sermaye hareketlerinin önemli rol oynadığını göstermiştir. Bankacılık sektöründeki yeterli gözetim ve denetimin olmayışının ülkelere yüksek tutarlı kaynak girişleri sağlarken, bankaların bir kısmının ciddi riskleri üstlendiğini ifade etmiştir. Mishkin, finansal serbestleşmenin yeterli yasal düzenlemeler, etkin bir gözetim ve kontrol mekanizmasının varlığı durumunda ülke ekonomilerine katkı yapabileceği kanaatinde (Mishkin, 2001: 1-136).

Yeni Keynesyen Yaklaşım ile birlikte Post Keynesyen İktisatçıların önde gelenlerinden Hyman Minsky'de finansal serbestleşmenin istikrarı bozucu sonuçları üzerinde durmuştur. Minsky'e göre kapitalist ekonominin kendiliğinden işleyişi istikrarsızlık yarattığından piyasalara sürekli müdahale gerekmektedir. Kapitalist sistemde var olan spekülasyon akımlarının ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler meydana getireceğini ifade eden Minsky var olan spekülasyon olguya bağlı olarak da ekonominin istikrarlı finansal ilişkilerden istikrarsızlığa doğru meyledeceğini savunmaktadır. Ona göre, bir ekonominin finansal yapısının sağlamlığı ya da kırılganlığı, ekonomideki yüksek getirisi olan fakat denetim yönünden zayıf hedge fonları, spekülasyon ve ponzi finansman birimlerinin kombinasyonu tarafından belirlenmektedir (Karadağ, 2008: 25-54).

McKinnon-Shaw hipotezindeki yüksek faiz ile sermaye akımlarının canlandırılarak ekonomik büyümeyenin sağlanmasının aksine Yeni Keynesyen görüşte faiz oranlarındaki artışların talep düzeyinde daraltma yaratacağı ve yatırımların yüksek faizlere bağlı olarak düşeceği ifade edilmiştir. Onlara göre talep düzeyinde ve yatırım hacminde meydana gelecek bir azalma büyümeyi negatif yönde etkilemektedir. Bu nedenle finansal serbestleşmenin kontrol altına alınması gerektiği tezi savunulmaktadır.

### 1.1.3.2.3. Yapısalcı Yaklaşım

McKinnon-Shaw tarafından 1970'li yılların başında öne sürülen finansal serbestleşme olgusuna bir diğer eleştiri yapısalcı ve yeni yapısalcı iktisatçılar tarafından gelmiştir.

Taylor'un öncülük ettiği ve Van Wijbergen, Buffie, Owen ve Solis, Faltas gibi yapısalcı iktisatçılar tarafından benimsenen bu yaklaşım; McKinnon-Shaw'ın öne sürdüğü serbestleşmeye dayalı büyüme tezinin aksine, serbestleştirilen finans piyasalarının enflasyonu artırmak suretiyle, büyümeyi yavaşlatacağını iddia etmiştir (Saygılı, 2001:165-178).

Taylor, Keynesyen yaklaşımın öncülerinin görüşleri paralelinde, faiz oranlarına koyulan tavan sınırının kaldırılmasının piyasalarda tasarruf iştahını artırarak toplam talebi ve dolayısıyla büyümeyi azaltacağını ifade etmiştir. Taylor'a göre faiz oranlarında meydana gelebilecek bir artış kredi verilebilirliği olumlu ya da olumsuz bir şekilde etkileyebilmektedir (Arestis ve Caner, 2004:6).

Taylor, GOÜ'lerin sermaye ihtiyacı içinde olduğunu ifade etmiştir. Firmaların sermaye taleplerini borçlanma yoluyla temin etmesi faizleri artırarak sermaye maliyetine yol açacaktır. Bu ise yatırımları daraltırken enflasyona neden olacak ve büyüme yavaşlayacaktır. Taylor'a göre GOÜ'lerin mevcut mali yapıları rekabetçi bir piyasada yapılacak düzenlemelerle kolay bir şekilde reforme edilemez. GOÜ'lerde finansal serbestleşme başarılı olsa dahi bu başarı finansal sistemin dalgalı ve istikrarı olmayan bir yapıya dönüşmesine sebep olacaktır. Bu nedenle yatırımların ve ülkeye yönelecek teknolojinin merkezi otoriteye yönlendirilmesinin, sürdürülebilir bir gelişme için daha tutarlı bir yol olduğu ifade edilmiştir. (Emek, 2000: 58-80).



1980’li yıllar boyunca yapısalcılarının finansal serbestleşme tezine karşı ileri sürdükleri büyümeyi engelleyici sonuçlar iki noktada özetlenebilir. İlk olarak finansal serbestleşme ile kredi faizleri hem resmi hem de gayri resmi sektörde artacaktır. Firmaların işletme sermayesi ihtiyacını büyük oranda borç finansmanı ile sağladıkları bir ortamda, kredi faiz giderleri toplam üretim maliyetleri içinde önemli bir paya sahip olacaktır. Bu durumda, faiz oranlarındaki önemli bir artış, arz şoku niteliğinde bir etki yaratıp, fiyatların yukarı doğru itilmesine neden olacaktır. Yani enflasyonist baskıların artmasına neden olacaktır. İkinci olarak düşen reel ücretler ve borçlanma maliyetindeki artış talebi de aşağı çekerek dolaylı şekilde üretime de olumsuz etki yapacaktır (Özbilen, 2009: 13).

## **1.2. EKONOMİK BÜYÜME**

Finansal serbestleşmenin büyüme üzerindeki etkisini anlayabilmek için öncelikle ekonomik büyümenin kapsamını ve finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan teorik yaklaşımları açıklamak gerekmektedir. Söz konusu açıklamalar aşağıda sunulmuştur.

### **1.2.1. Ekonomik Büyümenin Tanımı ve Kapsamı**

Ekonomi biliminin en çok üzerinde durduğu araştırma konularından biri olan iktisadi büyüme kavramı, bir ülkede elde edilen toplam hâsılanın bir önceki döneme göre artışını ifade etmektedir. Geçmişten günümüze dek ekonomik zenginliklerin kaynağını bulmaya çalışan iktisatçılar 18. yüzyılın sonlarından itibaren refah ve zenginlik ile ilgili teoriler geliştirmeye başlamışlardır. II. Dünya Savaşı’nın ardından ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyleri arasında belirginleşen farklılıklar büyüme ile ilgili yapılan araştırmalarda bazı ülkelerin neden diğerlerinden daha zengin ve hızlı büyüdüğü sorusunu öne çıkarmıştır. Bu kapsamda 18. yy’da klasik iktisatçılarla başlayan büyümeye teorileri, Keynesyen, Neo-Klasik ve İçsel büyüme teorileri ile günümüze kadar gelmiştir.

Klasik iktisadi büyüme modeli, Adam Smith, David Ricardo, Thomas Robert Malthus, John Stuart Mill gibi klasik iktisatçıların fikirlerinin ortak bir ürünüdür. Bununla birlikte bu teoriye en önemli katkıyı Ricardo yaptığından “Ricardo Modeli” olarak da adlandırılmaktadır (Acar, 2002: 61).

Klasik büyüme modeline göre, yatırımlar büyümenin motorudur. Yatırımlar bir yandan emeğin diğer yandan da toprağın verimini yükselterek üretimin artmasına yol açmaktadır. Yatırımların artmasında ise kâr oranı önemli bir rol oynamaktadır. Klasiklere göre kâr; toplam üretim gelirinden rant ve ücret ödemeleri düşüldükten sonra kalan miktarı ifade etmektedir. Büyüme sırasında rant devamlı olarak arttığından kar oranı; emeğin sermaye birikimi, teknolojik seviye ve nüfus artışına bağlı olarak artacaktır. Klasikler yatırımların artışında tasarrufların etkin olduğunu ve aralarında bir doğru orantı olduğunu öne sürmüşlerdir. Model, günümüz gelişmiş ülkelerinin büyüme sürecini açıklayamaması ve tam rekabet ve tam istihdam gibi gerçeğe aykırı varsayımlar nedeniyle eleştirilmiştir (Acar, 2002: 65-66).

1929'da patlayan büyük buhran klasiklerin bu görüşlerinin temelinden sarsılmasına neden olmuştur. 1929-30 krizinden büyük ölçüde esinlenen Keynes, 1936'da yayınlanan eserinde iktisadi düşünceye önemli bir yenilik getirerek klasik görüşün aksine, ekonomilerin eksik istihdamda dengeye geldiklerini ifade etmiştir. Klasik iktisatçıların düşündükleri şekilde işgücünün tamamını üretime katacak bir denge, Keynes'e göre çok ender rastlanan bir durumdur. Bu tespitin yanı sıra Keynes ekonomilerin krizden kurtulabilmelerinin çaresinin talebin genişlemesine bağlı olduğunu ifade etmiştir. Keynes'e göre; genişleyen talep stokları eritecek, yatırımları teşvik edecek, büyümeyi hızlandıracak ve ekonomi tam istihdam dengesine doğru yaklaşılacaktır (Acar, 2002: 77-78).

Keynesyen makroekonomik modeli genişletmeye yönelik ilk girişim, Roy Harrod ve Evsey Domar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu ikilinin ayrı çalışmaları da birbirine çok benzeyen modeli olarak adlandırılmıştır. "Harrod-Domar Büyüme Modelinin" vurguladığı temel prensip, net yatırımın ikili etkisidir. Net yatırım bir yandan üretime yönelik bir talep oluştururken öte yandan çıktı üretmek için ekonominin kapasitesini artırmaktadır. Ekonomide herhangi bir dönemde gerçekleştirilecek bir net yatırımın bir talep bir de kapasite etkisi olacaktır. Net yatırım ekonomide ilk dönemde prodüktif kapasiteyi, gelecek dönemde ise potansiyel çıktıyı artıracaktır. Harrod-Domar modeli yatırımların otonom değil uyarılmış olduğunu ve ekonomik büyüme için kamusal müdahalenin gerekliliğini öne sürmektedir (Parasız, 2003: 89-109).

Harrod-Domar büyüme modelinin tetiklediği bir çalışma olan ve 1956 senesinde Solow ve Swan tarafından ayrı ayrı geliştirilen Neo-Klasik Büyüme Teorisi, nüfus artışı ve teknolojik gelişmenin tasarruf, yatırım ve büyüme üzerindeki etkisini açıklamaktadır. Bu teoriye göre nüfus artışı ekonomik büyümeyi etkilerken ekonomik büyüme nüfus artışını etkilememektedir. Benzer şekilde, bu teoride teknolojik değişme oranı ekonomik büyümeyi etkilemekteyken, büyüme teknolojik değişmeyi etkilememektedir. Teknolojik değişme bir rassal olgu olarak benimsenmektedir. Neo klasik teoride nüfus artışı ve teknolojik değişme dışsal değişken olarak ifade edilmektedir. Teorinin özünde sermaye stoku ve produktivite fonksiyonu yer almaktadır. Kişi başına sermaye stoğu ne kadar hızlı büyürse, reel GSMH ve kişi başına gelir o kadar hızlı büyüyecektir. Kişi başına sermaye stoğunun belirleyicileri ise kişi başına arz ve talebe bağlı olacaktır (Parasız, 2003:131-132).

Büyüme Solow'un öngördüğü şekilde sistem dışında belirlenen faktörlerle açıklayan yaklaşımın yerine, 1980'li yılların sonlarından itibaren büyümenin; sistemin kendi içinde olduğunu öne süren içsel büyüme modelleri ön plana çıkmıştır. Bu modelin temsilcileri, P. Romer, R. Lucas, R. Baro ve Kenneth J. Arrow'dur. Bu büyüme modelinde daha önceki modellerde pek dikkate alınmayan bilgi birikimi, beşerî sermaye, Ar-Ge ve kamu politikaları gibi unsurlara yer verilmiştir. Bu modele göre, bilgi sermayesinin oluşturduğu pozitif dışsallıklar, ülkeler arası refah farkının artmasına neden olmaktadır. İçsel büyüme modelinin bir diğer iddiası; ülkeler arası ekonomik entegrasyonun ülkelerin gelişmelerine katkı sağlayacağıdır. Son olarak bu modelde ekonomide koordine ve teşvik edici bir devletin varlığının büyüme üzerinde pozitif etki yaratacağı ifade öne sürülmektedir (Taban, 2008: 90-107).

### **1.2.2. Ekonomik Büyümenin Teorik Temelleri ve Finansal Serbestleşmeye Dayalı Yaklaşımlar**

Finansal serbestleşme olgusu ülkelerin ekonomik büyümelerinin son 20 yıl içerisinde gösterdiği seyir açısından önem arz etmektedir. 1970 sonrası küresel ekonomik krizler ve ülkelerin içinde buldukları dar boğazlar, serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde etkileri konusunda yoğun teorik tartışmalara neden olmuştur. Söz konusu tartışmalar aşağıda alt başlıklar halinde verilmiştir.

Finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini irdeleyen yaklaşımlar ikiye ayrılabilir. Serbestleşme politikalarının GSMH'nin artışına yol açtığını ileri süren Neoklasik Yaklaşım ile bu yaklaşımın antitezi niteliğindeki Post Keynesyen Yaklaşım'dır

#### 1.2.2.1. Neo-Klasik Yaklaşım

Neo-Klasik model, 1970'lerde, Robert Lucas, Thomas Sargent ve Robert Baro gibi iktisatçıların öncülüğünde ortaya çıkmıştır. Ghang ve Grubel'e göre, ekonomik büyümeyi finansal serbestleşme içerisinde el alan Neo-Klasik Yaklaşım; finansal serbestleşmenin kaynak dağılımında etkinlik yaratacağını ve sonucunda ekonomik büyümenin sağlanabileceğini ileri sürmüştür. Buna göre finansal serbestleşme sonucu yatırımlar artış göstererek üretim artışı yaşanmakta ve akabinde GSMH'de yükseliş gerçekleşebilmektedir.

Neo-Klasikler; serbest sermaye piyasalarının GOÜ'lerde kamu sektörü ve özel sektörün yurt içinde üretilmemiş sermayeden ve diğer kaynaklardan yararlanabilmesine imkân sağladığını belirtmişler ve özel sermaye girişlerindeki artışın ülkelerin sermaye stokunu, üretkenliğini ve gelişimini artırarak verimli bir döngü başlatabileceğini iddia etmişlerdir. Neo-Klasiklere göre vergi tahsilinde yaşanan sorunlar ve devlet bütçesi üzerindeki sayısız talepler yüzünden kamu harcamaları oldukça sınırlıdır. Tahvillerin yabancılara satışı kamu harcamalarına ek kaynak sağlar. Uluslararası özel sermaye hareketleri GOÜ'lerde etkinliği ve politika disiplini de artırabilir. Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, bu akımları devletin değil piyasaların tahsis etmesi demektir. Bu tahsisin piyasa tarafından yapılması dağılımın etkinliğini artıracaktır. Yazarların da ifade ettiği üzere yabancı banka kredileri yerli sermaye artışını takviye etmektedir. Bu ise daha yüksek yatırım ve ekonomik büyüme düzeylerine ulaşılmasını sağlamaktadır. Yabancı bankalar yerli bankalara göre daha ucuz kredi verirler. Bu nedenle düşük sermaye maliyeti daha yüksek yatırım ve büyüme düzeylerine ulaşmaya imkân sağlamaktadır (Chang ve Grabel, 2005:146,193-195).

Neo-Klasikler devletlerin ve şirketlerin küresel finans piyasalarında bulunan büyük sermaye birikiminden yararlandıklarını ileri sürmektedirler. Bu da yatırım-büyüme döngüsüne imkân vermektedir. Portföy yatırımları küresel sermaye piyasalarında

yolsuzluğa meydan vermeyen mesafeli süreçlerle tahsis edilmektedir. Portföy yatırımları akışkan bir yapıya sahiptirler. Bundan dolayı bu yatırımlar ekonomik büyümeyi hızlandırma potansiyelinin yanında ödül-ceza işlemi görme potansiyeline de sahiptirler. Bu durum piyasaların daha disiplinliye edilmesi açısından da önemlidir. Portföy yatırımları varlıkların mülkiyetinin farklı yerlerde farklı kişilerde olması nedeniyle risklerin de dağılması açısından önemli bir finansal kaynaktır.

Neo-Klasik yaklaşıma göre, yabancı sermaye hareketlerinden olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları; gelişmekte olan ülkelerin sermaye ve ileri teknolojilere erişmesini sağlar, dış piyasalarla bağlantı kurmaya imkân verir ve üstün yönetim tekniklerini ve şirket uygulamalarını beraberinde getirir. Portföy yatırımlarının ani kaçışlarının yol açtığı istikrarsızlıklar göz önüne alındığında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının daha istikrarlı olduğu ifade edilmektedir. DYSY'lerin endüstriyel gelişmeyi, ihracatta başarıyı ve ekonomik büyümeyi artırdığına en iyi örnek Doğu Asya mucize ekonomileri ve Latin Amerika'daki bazı ülkelerdir (Chang ve Grabel, 2005: 154-177).

#### **1.2.2.2. Post-Keynesyen Yaklaşım**

Post Keynesyenler yaklaşım, sermaye hareketlerinin büyüme ve refahın maksimizasyonu konusunda farklı görüşlere sahiptirler. Hyma Minsky, Nicholas Kaldor ve Paul Robinson bu ekolün önde gelen temsilcilerindendir. Post Keynesyen yaklaşım geleceğin belirsizliğine vurgu yapar. Onlara göre bu durum yatırımları istikrarsızlaştırmaktadır. Bu ekol finansal dışa açılmanın spekülâtif hareketlere maruz kalabileceğini ve yatırım kalitesini düşereceğini ifade eder. Post Keynesyenlere göre artan faiz oranı yatırımcıları yüksek getiri ve risk ortamına çekerek istikrarsız bir finansal yapının oluşmasına neden olacaktır (Atamtürk, 2007: 78).

Post-Keynesyenciler, finans piyasalarında yer alan ekonomik aktörlerin beklentilerinin içsel olarak oluştuğunu belirtmektedirler. Beklentilerin içsel olmasının nedeni, yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsiz oluşudur. Bu bağlamda, rasyonel ekonomik birimlerin kararları daha çok sağduyularından etkilenir. Rekabetin zorladığı veya beklentilerin uyardığı baskılar sonucunda, riski yükselen yatırımlar bazı dönemlerde rasyonel görünebilir. Riski yüksek projelerden beklenen

karlılık oranı realize edildikçe, gelecek konusunda daha olumlu beklentiler oluşur. Bunun sonucu ise güvenlik marjlarının daralmasıdır. Beklentilerin uyardığı ve rekabetin zorladığı piyasa dinamiklerinin en somut göstergesi, ekonomik konjonktürün farklı aşamalarında, farklı finansman biçimlerinde kendini göstermektedir. Ekonomik faaliyetlerin istikrarlı dönemlerinde ekonomik birimler, spekülâtif finansmana daha fazla yönelirler. Bir başka deyişle, uzun vadeli projeler tercihen kısa vadeli olarak finanse edilirler. Bu tarz bir finansman, ekonomik birimleri faiz şoklarına ve kredi imkânlarındaki değişmelere karşı daha duyarlı hale getirir (Özbilen, 2009: 13).

Post-Keynesyen yaklaşım, finansal serbestleşme sonucu artan sermaye hareketlerinin spekülâtif işlemleri arttırabileceğini ve bunun sonucunda ekonomik büyümenin olumsuz etkileneceğini ileri sürmüştür.

### **1.3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

1980 sonrası dönemde ortaya çıkan finansal serbestleşme ile birlikte küreselleşme kavramı yaygınlık kazanmış ve finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme ilişkisi hem akademisyenler hem de politika yapıcılarının dikkatini çekmiştir. Başta GOÜ'ler olmak üzere tüm dünyayı ekonomik açıdan etkileyen finansal serbestleşmenin büyüme üzerinde birtakım etkileri bulunmaktadır. Bu etkiler, finansal serbestleşmenin büyüme üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri olmak üzere aşağıdaki iki alt başlık altında ele alınmaktadır.

#### **1.3.1. Olumlu Etkileri**

Finansal serbestleşme ile birlikte ülkelerin temel makro göstergelerinde (faiz oranı, tasarruf, yatırım vb.) birtakım değişimler meydana gelmektedir. Bu değişimlerin bir kısmı ekonomi üzerinde pozitif etki yaratarak büyüme ve kalkınmayı harekete geçirmektedir.

##### **1.3.1.1. Faizleri Artırıcı Etki**

Finansal serbestleşmenin piyasaları olumlu etkilediğini öne süren McKinnon ve Shaw; finansal serbestleşme sürecine girilmesiyle faiz oranlarının artış göstererek tasarruf-yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline geleceğini ve piyasalara

ilişkin önemli bir gösterge niteliği kazanacağını ileri sürmektedir. Faizlerin yükselmesi mevduatları artırmak suretiyle yatırım için ödünç verilebilir fon hacmini genişletecek ve ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Diğer yandan yüksek faizler tasarruflara olumlu etki etmek suretiyle tüketimi azaltarak enflasyonu aşağı çekecektir. Faiz oranlarının yükselmesi paranın maliyetini artıracığı için yatırımlar daha katma değerli alanlara yönelecek ve bu da kaynakların etkin dağılımına imkân sağlayacaktır (Eser, 1996: 23).

Faiz oranlarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerini artırması, bu ülkelere sürekli sermaye girişi bakımından önemlidir. Ülkelerin, dünya faiz oranlarının üzerinde oranlar uygulayarak yetersiz yurt içi tasarruflarını yurt dışından ikame yoluyla dengelemesi yatırımlar yoluyla milli gelir artışına katkı sağlayacaktır.

### **1.3.1.2. Tasarruf Açığını Kapatma Etkisi**

Finansal serbestleşme bir anlamda yetersiz iç tasarrufun dış tasarruf fazlasıyla kapatılarak ekonomideki kaynak ihtiyacını temin rolünü üstlenmektedir. McKinnon ve Shaw, finansal baskının neden olduğu sınırlamaların ekonomide düşük bir tasarruf hacmine ve ekonomik büyümeye neden olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu nedenle faiz oranlarında meydana gelecek bir artış, bir yandan yatırım için gerekli tasarruf artışını sağlamakta öte yandan yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır.

GOÜ'lerdeki fakirliğin temel nedeni olan düşük tasarruf düzeyi, bu ülkelerin yabancı kaynağa gereksinimini günden güne artırmaktadır. Finansal serbestleşme sonucu bu ülkelere yurt dışından gelecek kaynaklar tasarruf miktarlarını GOÜ'ler lehine artıracaktır. Tasarruf artışları yatırım, üretim ve ihracat hacminde meydana gelecek genişleme ve teknolojik ilerleme ile GÜ ve GOÜ ekonomilerini yakınsatacaktır. Uygulanacak yüksel reel faiz dış yatırımcıları uyaracağı gibi içerde tasarruf artışına da imkân sağlayacaktır (Atamtürk, 2007: 77-78).

Neoklasik yaklaşımın öne sürdüğü bir diğer argüman, finansal baskının piyasalarda göstereceği etkinin nicelik dışında nitelik olarak da farklılaşacağıdır. Bu yaklaşım; faiz oranlarının rekabetçi bir piyasada serbestçe belirlenmesinin kredi arz ve talep edenlerden nitelikli olanlarının varlığının devamını ifade etmektedir (Gemech ve Struthers, 2003: 3).

### 1.3.1.3. Yatırım Artışı Yoluyla İstihdam Olanaklarını Artırıcı Etki

Küreselleşme öncesinde önemsenmeyen yabancı sermaye, bugün kalkınmaya olan katkısının anlaşılmasıyla, GÜ ve GOÜ'le için önemli bir enstrüman haline gelmiştir. Küreselleşmeyle birlikte, ekonomi ve ticarete serbestleşme eğilimlerinin hız kazanmasıyla sermayenin serbest dolaşımı artmış, ticaret serbestleşmiş ve tüketici alışkanlıklarında benzerlikler görülmeye başlamıştır. Tüm bunlara ek olarak, sanayi faaliyetlerinin belli bir coğrafi bölgede yoğunlaşması süreci kaybolmaya başlamış sektörler ve işletmeler arasında hızlı etkileşim sonucu yabancı sermaye yatırımlarında artış yaşanmıştır (Koç, 2006: 84).

GOÜ'lerin karşı karşıya oldukları sermaye ve teknoloji yetersizliği, düşük satın alım gücü, iç tasarruflardaki eksiklikler ile döviz darboğazı sanayinin gelişimini ve rekabet gücünün artmasını önlerken nihai olarak ülkelerin yatırım ve istihdam hacimlerinin genişlemesini engellemektedir. Buna karşın GOÜ'lerin GÜ'lere nazaran mevzuat, ucuz işgücü ve diğer uygun koşullara sahip olmaları yabancı sermaye için uygun bir ortam hazırlamaktadır. GOÜ'lerin kalkınmalarını gerçekleştirebilmek için dış sermayeye yönelmeleri bu ülkelerin gerek yatırım artışı gerekse yatırıma dayalı istihdam artışıyla büyümelerinde ciddi katkılar sağlamaktadır. Bu nedenle, ülkeler bugün yabancı sermayeden aldıkları payı artırabilmek için her geçen gün çok daha cazip koşullar hazırlamaya çalışmaktadır (Oksay, 2000: 9-10).

Finansal serbestleşmenin yatırım artışı yoluyla istihdam sağlaması çoğunlukla DYSY'nin ülkelere girişiyle mümkündür. DYSY'ler ülkeye var olan yerli bir şirketle birleşerek veya satın alma yoluyla giriyorsa istihdama katkıları olmayacaktır. İstihdamdaki artış ancak kurulacak yeni tesislerin varlığı halinde söz konusu olacaktır (Koç, 2006: 83).

### 1.3.2. Olumsuz Etkileri

Finansal serbestleşmeyle birlikte ülkeler ve bölgeler arası sermaye akımlarında yaşanan artış sonraki yıllarda yaşanan finansal krizler nedeniyle sorgulanmaya başlanmıştır. Serbestleşmeyi savunan Neo Klasik ve Liberal İktisadi Görüşe karşı; yapısalcı, yeni ve post keynesyenler öne sürdükleri argümanlarla serbestleşmenin ülkeler üzerinde meydana getirdiği istikrarsızlıklara ve krizlere vurgu yapmışlardır.



### 1.3.2.1. Ekonomik İstikrarsızlığa Yol Açma

Sermayenin serbest dolaşımı; portföy yatırımları yoluyla, bir yandan, tahvil, hisse senedi, borç senetleri vb. araçlar ile sermaye hareketliliğine imkân verirken sıcak para denilen kısa vadeli parasal akımların da ülkeler arasında dolaşımını mümkün hale getirmiştir. Bu denli hızlı bir hareketlilik ülkelerin makroekonomik açıdan bir takım olumsuz etkilerle karşılaşmasına neden olmuştur.

Finansal serbestleşmeye karşı olan yaklaşımlar; kısa vadeli sermaye girişlerinin yatırımları değil çoğunlukla tüketim harcamalarını artırdığını ifade ederler. Ancak, ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye akımları ve yol açtıkları tüketim her zaman sürdürülebilir değildir. Kısa vadeli sermaye akımlarının diğerlerine göre daha spekülâtif bir yapıya sahip olması GOÜ'ler için olumsuz bir özelliktir. Böyle bir durum ülkelerin ekonomik istikrarını bozarak krizlerin oluşmasına neden olabilmektedir. Yeterli piyasa derinliğinin olmayışı, hukuki ve siyasal yapıların sağlam ve istikrarlı işleyemeyişi ve piyasalarda yerleşik bir pazar anlayışının mevcut olmaması, GOÜ'ler için serbestleşmenin ekonomik istikrarsızlık olarak görülmesi sonucunu doğurmuştur (İnandım, 2005: 26-27).

### 1.3.2.2. Döviz Kurları ve Faiz Oranlarına Etkisi

Ülkelere kaynak girişi tasarruf açığını kapatarak ekonomik büyümeye katkı sağlayacak gibi düşünülse de döviz kurları ve faizler üzerinde meydana getirdiği ters yönlü baskı, piyasalarda kaynak teminini deforme edip ekonomik istikrarsızlığa sebep olabilmektedir.

Yüksek enflasyon ve bütçe açığı olan ekonomilerde yabancı sermayenin ülkeye transferi ulusal faizin dış reel faiz risk primi ve devalüasyon beklentisini aşmasıyla mümkündür. Ancak bu durum yüksek reel faizler ve aşırı değerlenen para nedeniyle dış ticarete konu olan emtiaların nispi fiyat yapısını olumsuz etkileyerek dış ticaret dengesini bozmaktadır. Bu ise faiz ve kur politikalarının geleneksel işlevlerini yitirmelerine ve sermaye hareketlerine bağımlı birer araç haline dönüşmesine sebep olmaktadır (Boratav, 1993: 4).

Serbestleşmeyi eleştiren Yapısalcı Yaklaşımına göre, liberalizasyon sonrasında serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile bankalardaki mevduat artarken, gayri resmi finansal piyasalarda fon azalışı yaşanacak ve nihayetinde ekonomik büyüme yavaşlayacaktır. Büyümedeki bu yavaşlama toplam arzı aşağıya çekip yüksek faize bağlı olarak artan üretim maliyetlerine ilave bir enflasyonist etki meydana getirecektir. (Eser, 1996: 24).

Post Keynesyenlere göre ise; çoklu serbest ticaret alanında serbest döviz kurları ve sermaye hareketliliği tam istihdam ve hızlı ekonomik büyüme ile tamamlanamamaktadır. Gelecek belirsiz olduğu için, krizler gerçekleşecek ve bireyler mevcut duruma uyum sağlayamayacaklardır (Onur, 2005: 135).

### **1.3.2.3. Cari İşlemler Dengesi Üzerine Etkileri**

Cari işlemler, bir ülkenin mal ile hizmet ihracatı ve transferleri ile dışardan yaptığı ithalatın toplamından oluşur. İhracat ile ülkeye döviz girerken ithalat sonucu döviz çıkışı olmaktadır. Ülkeye döviz girişi ile döviz çıkışı arasındaki fark pozitif ise cari işlemler dengesi fazla, tam tersi durumda ise açık vermektedir.

Finansal serbestleşmenin cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi serbestleşme sonucu ekonomik göstergelerin aldığı değerlere göre farklılık arz etmektedir. Finansal serbestleşme ile birlikte ilgili ülkenin faiz oranlarında sermaye girişlerini artırmak için yapılacak bir artış, yerel paranın yabancı paralar karşısında değerlenmesine neden olacaktır. Değerlenen yerel para ülkeye yapılan ithalatı ucuz hale getirirken, ihracatın pahalılaşmasına neden olacak ve nihayetinde cari işlemler dengesi açığıyla karşı karşıya kalacaktır.

Finansal serbestleşmenin GOÜ'lerde makroekonomik dengeler sağlanmadan uygulamaya girmesi bu ülkelerin ilerleyen dönemlerde mali krizlerle karşılaşabilmelerine sebep olabilmektedir. Sermayenin serbest dolaşımı ancak alıcı ülkeler bakımından para piyasalarının istikrarlı ve ödemeler bilançosunun dengeli olduğu bir yapıda gerekli ve yeterli katma değeri sağlayabilir. Finansal serbestleşmeyi savunanlar; finansal altyapının sağlamlaştırılmadan herhangi bir serbestleşme sürecine girilmesinin GOÜ'ler açısından tehlikeli sonuçlar doğuracağını dile getirmişlerdir. Bu nedenle sermaye alıcı ülkelerin

piyasalarındaki dengeli ve istikrarlı bir işleyiş ve uygulanacak politikaların kamu maliyesiyle uyumu serbestleşmenin başarısı açısından önemlidir.

Serbestleşmenin, özellikle GOÜ'ler için meydana getireceği bir diğer sorun spekülâtif para hareketlerinin yol açabileceği iktisadi istikrarsızlıklardır. Sıcak para olarak bilinen kısa vadeli fon giriş ve çıkışları, girdikleri ülkelerde döviz kuru faiz arbitrajından faydalanarak yüksek getiri sağlamaktadır. Böylelikle ülkelere ciddi anlamda bir sıcak para girişi olmaktadır. Kısa vadeli bu akımlar belirli bir kar düzeyinde kolaylıkla yön değiştirebilme imkanına sahip olmaktadır. GOÜ'lerde sermaye hareketleri üzerinde kurulacak denetim sıcak para akımları yoluyla spekülâtif saldırılara karşı caydırıcı olabilecektir.



## İKİNCİ BÖLÜM

### LİTERATÜR TARAMASI

Finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen araştırmalar 1990'lardan sonra yoğunlaşmıştır. Uygulamalı analizlerde kullanılan modeller, örnek büyüklükleri, modele dahil edilen değişkenler ve araştırma dönemlerine göre farklılıklar göstermektedirler. Finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalar; tek ve çok ülkeli olmak üzere iki grupta incelenebilir. Bu sınıflandırma da kendi içerisinde gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler şeklinde ikili ayrıma tabi tutulabilir. Bu ayrımın yapılmasındaki temel sebep; serbestleşmenin gelişmişlik düzeyi ile olan ilişkisinin daha sağlıklı şekilde görülebilmesidir. Dünya'da gelişmişlik ölçütü olarak kullanılan temel gösterge "İnsani Kalkınma İndeksi (HDI)" dir. Ülkeler arası gelişmişlik farkları indeks değerlerine göre tespit edilmektedir. Bu çalışmada Birleşmiş Milletlerin (BM) HDI'sine göre bir sınıflandırmaya gidilmiştir.

Finansal serbestleşme ile ilgili uygulamalı çalışmalar literatürde; araştırma dönemi, örnek büyüklüğü analiz yöntemi ve elde edilen sonuçlar bakımından özetlenmektedir.

#### 2.1. TEK ÜLKELİ ÇALIŞMALAR

Yapılan literatür taraması sonucunda finansal serbestleşme sürecinde gelişmekte olan tek ülke üzerine yapılan ekonometrik çalışmaların özeti aşağıdaki gibidir;

##### 2.1.1. Gelişmekte Olan Ülke Çalışmaları

Ghatak tarafından yapılan çalışmada finansal serbestleşme ekonomik büyüme ilişkisi Srilanka özelinde incelenmiştir. Modelde ekonomik büyüme bağımlı değişken olarak, M1 para arzı ve reel faiz oranı ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. 1950-1987 yılları zaman serilerine dayalı analiz sonucunda serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır (Ghatak, 1997: 117-129).

Ebrahim, 1990-2000 dönemleri arası zaman serileriyle Mısır üzerine yaptığı çalışmada finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemiştir.

Doğrusal olmayan en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan analiz neticesinde, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna varmıştır (Ebrahim, 2002: 1-128).

Ayanwale tarafından Nijerya üzerine yapılan ekonometrik çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Modelde bağımlı değişken olarak sermaye başına reel GSYİH, bağımsız değişken olarak da sırasıyla; doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ekonomik açıklık, beşerî sermaye, politik risk, kamu tüketimi, enflasyon oranı, yatırımın geri dönüşü ve elektrik tüketim düzeyi kullanılmıştır. 1970-2002 dönemi zaman serileriyle yapılan analiz sonucunda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, ekonomik büyüme üzerinde pozitif yönde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir (Ayanwale, 2004: 1-37).

Koo ve Maeng tarafından 1981-2002 dönemini kapsayan çalışmada; finansal serbestleşmenin Kore firmaları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Panel veriler yardımıyla yapılan Genelleştirilmiş Momentler Modeli tahmin yöntemine dayalı analiz sonucunda finansal serbestleşmenin firmaların yatırım seviyeleri üzerindeki etkisinin büyük firmalar açısından yatırımları düşürücü, küçük çaplı firmalar açısından ise yatırım artırıcı bir nitelik arz ettiği tespit edilmiştir (Koo ve Maeng, 2004: 281-297).

Ang ve McKibbin Malezya üzerine Vektör Oto Regresyon Modeli (VAR) aracılığıyla gerçekleştirdikleri çalışmada; finansal serbestleşme, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında ilişkiyi 1960-2001 yılları zaman serilerini kullanarak analiz etmişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda; ekonomik büyümenin finansal derinliği arttırdığı ancak finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı, serbestleşmenin büyümeyi pozitif yönde etkileyebilmesinin; finansal enstrüman çeşitliliği, hukuksal ve güçlü bir makro ekonomik yapı ile gerçekleştirilebileceği ifade edilmiştir (Ang ve McKibbin, 2005: 1-23).

Bekaert, Harvey, Lundblad Çin üzerine panel veriler kullanarak Barro-tipi yatay ülke regresyon modeliyle yaptıkları çalışmada; finansal açıklık ekonomik büyüme ilişkileri ve birbirleri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. 1980-2003 dönemini kapsayan analiz sonucunda yazarlar; finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki yaratması için ileri düzey kurumsallaşmış finansal piyasaların gerekliliğine

değınmişlerdir. Sonuç olarak Çin'in geçmiş ekonomik büyümelerinde finansal açıklık değışkenin düşük düzeyli etki yarattığı gözlemlenmiştir (Bekaer vd. 2006: 1-73).

Bashar ve Khan tarafından, Bangladeş üzerine yapılan ekonometrik analizde; finansal ve ticari serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri kurulan ekonometrik modellerle incelenmiştir. Modelde ekonomik büyüme fonksiyonu  $Y = f(K, L, H, OI)$  olarak belirlenmiştir. Fonksiyonda Y: çıktı düzeyini, K: Fiziksel sermayeyi L: İşgücünü H: Beşerî sermayeyi OI: Ekonomik açıklık değışkenini ifade etmektedir. Açıklık değışkeni; ticari finansal ve sermaye hesabı açıklığını kapsamaktadır. Finansal açıklık değışkeni için reel faiz oranları sermaye hesabı liberalizasyonu içinse sermaye akımlarının GSYİH'ye oranı esas alınmıştır. 1974-2002 yıllarını kapsayan zaman serilerine dayalı ampirik çalışma neticesinde; finansal liberalizasyonun Bangladeş'in ekonomik büyümesinde negatif yönde anlamlı etkisi olduğu tespit edilmiştir (Bashar ve Khan, 2007: 1-13).

Tswamuno, Scott Pardee ve Wunnava tarafından 1975-2005 dönemi zaman serileri ile yapılan çalışmada sermaye hesabı liberalizasyonunun Güney Afrika'nın ekonomik büyümesi üzerinde meydana getirdiğı etki incelenmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda, sermaye hesabının serbestleştirilmesinin ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediğı sonucuna varılmıştır. Ülkede finansal serbestleşmenin büyüme üzerinde pozitif bir etki doğurmasının finansal istikrarı destekleyici kuruluşların varlığına bağılı olduğu belirtilmiştir (Tswamuno vd. 2007: 74-89).

Chaudhry tarafından Pakistan üzerine yapılan çalışmada, finansal sektör liberalizasyonunun Pakistan'ın makroekonomik performansı (ekonomik büyüme ve yatırımlara etkisi) üzerinde ne tür bir etki yarattığı zaman serilerine dayalı Johansen ve Eager eş bütünleşme testleri kullanılarak incelenmiştir. Modelde bağımlı değışken olarak; GSYİH ve yatırımlar, bağımsız değışken olarak da para arzı, sermaye piyasası kapitalizasyonu, özel sektör kredileri, doğrudan yabancı yatırımlar ve ticari açıklık parametreleri kullanılmıştır. 1972-2006 dönemini kapsayan araştırma sonucunda; finansal liberalizasyon değışkenleri ile ekonomik büyüme ve yatırımlar arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır (Chaudhry, 2008: 1-15).

Faria, Paula, Pires ve Meyer sermaye hesabı liberalizasyonu ile ekonomik performans arasındaki ilişkiyi Brezilya özelinde analiz etmişlerdir. 1994-2007 dönemi

verilene dayanarak yapılan çalışmada VAR metodoloji kullanmak suretiyle sermaye hesabı serbestleşmesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelemiştir. Analiz sonucu; sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceği hipotezi reddedilmiştir. Bulgular serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde negatif sonuç doğurduğunu ortaya koymuştur (Faria, vd. 2009: 1-17).

Ibrahim ve Tanimu tarafından Nijerya üzerine 1982-2012 dönemi verileri kullanılarak yapılan çalışmada; ticari açıklık, finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analiz sonucuna göre ticari açıklık ile ekonomik büyüme arasında pozitif finansal serbestleşme büyüme arasında ise negatif bir ilişkin tespit edilmiştir. Negatif ilişkinin sebeplerinin kara para aklanması ve forex piyasa krizi olabileceği ifade edilmiştir (Ibrahim ve Tanimu, 2016: 1-16).

Zhu tarafından Çin üzerine 1985-2004 verileri kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada ekonomik açıklık ile büyüme arasındaki ilişkin analiz edilmiştir. Ekonomik açıklık göstegesi olarak ticari açıklık, finansal gelişme ve finansal açıklık göstergeleri kullanılan model sonuçlarına göre finansal açıklıktaki her %1'lik artışın ekonomik büyümeyi %0,98 artırdığı tespit edilmiştir (Zhu, 2018: 203-207).

**Tablo 2.1.** Tek Ülkeli Çalışmalar Tablosu (Gelişmekte Olan Ülkeler)

Yazar/Yıl	Örnek Grubu	Dönem	Sonuçlar
Ghatak (1997)	Srilanka	1950-1987	Finansal serbestleşme ile büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Serbestleşme ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir.
Ebrahim (2002)	Mısır	1990-2000	Finansal serbestleşme ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir.
Akinlo (2004)	Nijerya	1970-2001	Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.
Koo ve Maeng (2004)	Güney Kore	1981-2002	Finansal serbestleşmenin firmaların yatırım seviyelerini üzerindeki etkisinin büyük firmalar açısından düşürücü iken küçük çaplı firmalar açısından yatırım artıcı bir niteliktedir.
Ang ve McKibbin (2005)	Malezya	1960-2001	Ekonomik büyüme finansal derinliği arttırmaktadır. Ancak finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisi yoktur.
Bekaert, Harvey, Lundblad (2006)	Çin	1980-2003	Finansal açıklığın ekonomik büyüme üzerinde düşük düzeyde bir etken olduğu gözlemlenmiştir
Bashar ve Khan (2007)	Bangladeş	1974-1987 1988-2002	Finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki mevcuttur.
Tswamuno, Scott, Pardee, Wunnava (2007)	Güney Afrika	1975-2005	Sermaye hesabının serbestleştirilmesi ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilemektedir.
Kamat, Manoj ve Kamat, Manasvi (2007)	Hindistan	1971-2004	Kısa vadede finansal altyapıdaki gelişme ekonomik büyümeyi sağlarken uzun vadede ise hisse senedi piyasasındaki gelişmenin finansal altyapının güçlenmesine katkı sağladığı tespit edilmiştir.
Imran Sharif Chaudhry (2008)	Pakistan	1972-2006	Finansal serbestleşme değişkenlerinin ekonomik büyüme ve yatırımlar üzerinde pozitif anlamlı etkisi vardır.
Faria, Paula, Pires, Meyer (2009)	Brezilya	1994-2000	Sermaye hesabı liberalizasyonu ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceği hipotezi reddedilmiştir.
Ibrahim ve Tanimu (2016)	Nijerya	1980-2012	Ekonomik büyüme ile ticari açıklık arasında pozitif, finansal açıklık ile ise negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Zhu	Çin	1985-2004	Finansal açıklık ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır.

### 2.1.2. Gelişmiş Ülke Çalışmaları

Feridun, Singapur üzerine yaptığı çalışmada; DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Granger Nedenellik testleri ve "Vektor Otoregresyon (VAR) Metodolojisiyle" analiz etmiştir. Yapılan ekonometrik çalışma neticesinde; DYSY lardan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir granger nedensellik olduğu ve ülkenin ekonomik gelişiminin yabancı sermaye girişlerine bağlı olacağı sonucuna varılmıştır (Feridun, 2006: 1-5).



Kornecki ve Borodulin tarafından 1981-2007 dönemi verileriyle yapılan regresyon analiziyle; Amerika Birleşik Devletleri'nde DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelenmiştir. Cobb-Douglas üretim fonksiyonunun geliştirilmiş şekli kullanılarak yapılan çalışma neticesinde, DYSY'lerin ekonomik büyümede hayati düzeyde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır (Kornecki ve Borodulin, 2010: 1-16).

**Tablo 2.1.** Tek Ülkeli Çalışmalar Tablosu (Gelişmiş Ülkeler)

Çalışma	Örnek Grubu	Dönem	Sonuçlar
Feridun (2006)	Singapur	1976-2002	DYSY'lerden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir granger nedensellik olduğu ve ülkenin ekonomik gelişiminin yabancı sermaye girişlerine bağlı olacağı sonucuna varılmıştır.
Kornecki, Borodulin (2010)	ABD	1981-2007	Finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği DYSY'lerin; ekonomik büyümede hayati düzeyde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır

## 2.2. ÇOK ÜLKELİ ÇALIŞMALAR

### 2.2.1. Gelişmekte Olan Ülke Çalışmaları

Grilli ve Milesi-Ferretti; 1966-1989 yıllarını esas alan 61 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmalarında; sermaye kontrollerinin etkileri ve belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Panel verilerle yapılan regresyon analizi sonucunda sermaye kontrolleri ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Karaborsa piyasası nispeten büyük olan ülkelerde sermaye kontrollerinin ekonomik büyümeyi yavaşlattığı tespit edilmiştir (Grilli ve Milesi-Ferretti, 1995: 1-48).

Borenzstein, Gregorio, Lee tarafından yapılan çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke düzeyinde 1970-1989 yılları panel verilerine dayalı en küçük kareler tekniğiyle yapılan regresyon analizi sonucunda DYSY'lerin ülkelerin minimum düzeyde eğitilmiş insan kaynağına sahip olmaları şartıyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır (Borenzstein vd. 1995: 1-21)

Eatwell tarafından 1960-1971 yıllarını kapsayan; OECD, Latin Asya ve Latin Amerika, Ortadoğu ve Güney Afrika dâhil 54 ülkenin yer aldığı araştırmada; finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkileri sorgulanmıştır. Çalışma

neticesinde; finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde, piyasalarda meydana getirdiği istikrarsızlık ve oynaklığa bağlı olarak negatif etki oluşturduğu tespit edilmiştir (Eatwell, 1996: 219-261).

Quinn, 1958 ile 1989 yıllarını kapsayan 64 ülkeli analizi ile finansal düzenlemelerdeki değişiklikler ile uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda; uzun dönemli ekonomik büyüme ile finansal dışı açıklık arasında pozitif yönde güçlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir (Quinn, 1997: 531-551).

Rodrik tarafından 1975-1989 dönemini kapsayan 100 ülkeli çalışmada sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyüme üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, gelişmekte olan ülkelere finansal serbestleşme ile kişi başına GSMH büyümesi arasında pozitif bir ilişki tespit edilememiştir (Rodrik, 1998: 1-10).

Gürsoy ve Müslümov tarafından yapılan çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan 20 ülkeden 1981-94 yılları zaman serileri kullanılarak, hisse senedi pazarlarının gelişmişlik derecesi ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkileri Granger'in nedensellik tanımına dayanan Sims testi ile analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda borsaların gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasında geri besleme ilişkisi saptanmıştır. (Gürsoy ve Müslümov, 1998: 124-131).

Levine, Loayza ve Beck tarafından yapılan çalışmada; finansal serbestleşmeye dayalı dış finansal araçların gelişmesinin ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde ne tür bir etkiye sahip olduğu analiz edilmiştir. 1960-1995 dönemlerini kapsayan, zaman serilerine dayalı yatay kesit analizi ile 71 ülkenin dâhil edildiği araştırma sonucunda; finansal araçların verimlilik artışları yoluyla ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği tespit edilmiştir (Levine vd. 1999: 1-33).

De Mello 32 ülke verilerinden hareketle, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sermaye birikimi, çıktı ve toplam üretim yoluyla ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemiştir. OECD üyesi olan ve olmayan seçilmiş örnek ülkelerin 1970 ile 1990 arası panel verilerine dayanarak yaptığı analiz sonucu; finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkide bulunduğunu ancak bu etki için doğrudan yabancı yatırımlar ile içsel yatırımlar arasında tamamlayıcı bir ilişkinin varlığının gerektiği tespit edilmiştir (De Mello, 1999: 133-151).

Agrawal tarafından 1965-1999 dönemi zaman serilerine dayalı ekonometrik çalışmada; DYSY'lerin yatırımlar ve GSYİH üzerindeki etkileri 5 Güney Asya ülkesi için analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda; DYSY'lerin 1980 öncesi büyümeye etkisi negatif olurken, 80'lerin başında pozitif olmaya başlamış ve 90'ların başında bu etki daha da güçlü bir seviyeye ulaşmıştır (Agrawal, 2000: 1-22).

Edwards 21 gelişmekte olan (1'i gelişmiş) ülkenin 1975-1997 dönem sermaye akımlarının, ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde herhangi bir etki yapıp yapmadığı analiz etmiştir. Yapılan analiz sonucu; sermaye akımlarının ülkelerin ekonomik büyümelerinde, finansal piyasaları derin ve çeşitlilik arz eden ülkeler açısından pozitif, yerel çapta sık piyasalara sahip ülkeler açısından negatif etki yarattığı sonucuna varılmıştır (Edwards, 2001: 1-17).

Razin, 1976-1997 dönemini kapsayan 64 gelişmekte olan ülke verilerinden doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkelerin yurt içi yatırımları üzerinde gerek nitel gerekse nicel açıdan incelemiştir. Sonuçta doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, iç yatırımlar ve çıktı büyümesiyle bağlantılı olduğu ve iç yatırım sürecinde önemli bir rol üstlendiği tespit edilmiştir (Razin, 2002: 1-8).

Eichengreen ve Leblang; yaptıkları çalışmada, 1880-1997 yılları arasında, 21 ülkenin finansal serbestleşme politikalarının ekonomik büyümeleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Veri seti olarak; iki farklı panel seti kullanılmış olup, 1880-1997 yılları arası geçmiş yıllar dar ve uzun, 1971 yılı sonrası için geniş panel verilerinden faydalanılmıştır. Çalışmada analiz yöntemi olarak, Arellano ve Bover ile Blundell ve Bond tarafından genişletilen dinamik panel tahmin yöntemi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda; ekonominin kararsız olduğu dönemlerde finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif iken, ekonominin istikrarlı seyir izlediği, kriz olmayan dönemlerde bu etkinin negatif olduğu tespit edilmiştir (Eichengreen ve Leblang, 2002: 1-42).

Galindo, Schiantarelli, Weiss gerçekleştirdikleri çalışmada finansal serbestleşmenin yatırımlar üzerindeki etkisini; gelişmekte olan 12 ülkenin, firmalarının panel verilerine dayanarak tahmin etmişlerdir. 1990 ile 1998 yıllarını esas alan analizde, serbestleşmenin yatırımların verimliliğini pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır (Galindo, vd. 2002: 1-27).

Bonfiglioli ve Mendicino tarafından yapılan çalışmada; finansal liberalizasyonun bankacılık krizleri ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analiz 1975 ile 1999 yılları arası GMM dinamik panel veri tahminleri yoluyla 90 ülke gözlemlerine dayanarak gerçekleştirilmiştir. Sonuç olarak serbestleşmenin finansal derinliği artıp hisse senedi piyasalarında liberalleşme yoluyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir (Bonfiglioli ve Mendicino, 2004: 1-13).

Bekaert, Harvey, Lundblad yaptıkları araştırmada; finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyip etkilemediğini 1980-1997 yılları arası zaman serileri ve yatay kesit verilerinin birleştirilmiş şekliyle analiz etmişlerdir. Doksanbeş örnek ülke üzerinden yapılan analizde finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken; örnek büyüklüğün 28 ülke olduğu ikinci analiz sonucunda: hisse senedi piyasası serbestleşmesinin ülkelerin ekonomik büyümelerinde ortalama %1'lik bir pozitif etki meydana getirdiği tespit edilmiştir. Finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında pozitif anlamlı bir ilişkinin varlığının ülkelerin finansal gelişme seviyesi ve piyasaların derin ve kurumsallaşmış niteliğiyle doğru orantı sergilediği sonucuna varılmıştır (Bekaert, vd. 2004: 1-32).

Edison, Klein, Ricci ve Slot yaptıkları çalışmada; 1976 ile 1995 dönemi sermaye ve hisse senedi piyasalarının serbestliğinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Seksenden fazla ülkenin analize katıldığı çalışmanın sonucunda; sermaye ve hisse senedi piyasalarının serbestleşmesinin gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerini olumlu etkilediği sonucuna varılmıştır (Edison, Klein, Ricci ve Slot, 2004: 220-253).

Fratzcher ve Bussiere, yaptıkları analizde; finansal serbestleşme ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 45 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke açısından ele almışlardır. 1980 ile 2002 dönemi verileri ile yapılan incelemenin sonucunda finansal serbestleşmenin ilk beş yılında ekonomik büyümede pozitif bir artış sağlanırken, aynı artışın orta ve uzun dönemde gerçekleşmediği tespit edilmiştir (Fratzcher ve Bussiere, 2004: 220-253).

Hermes ve Robert yaptıkları çalışmada, 1973-1996 dönemi için 25 gelişmekte olan ülkede; finansal serbestleşmenin, yatırımlar, tasarruflar ve ekonomik büyümeyi ne yönde etkilediğini araştırmışlardır. Analiz sonucunda finansal serbestleşmenin tasarruflar ve yatırımlar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı bununla birlikte; özel yatırımlar ve

kişi başına gayri safi yurt içi hâsıla artışına pozitif etki yaptığı tespit edilmiştir (Hermes ve Robert 2005: 1-28).

Carmignani ve Chowdhury yaptıkları çalışmada; 1990 ile 2003 yılları arasındaki panel verilerden yararlanarak planlı ekonomiler ve sanayileşmeye dayalı gelişmekte olan ekonomiler şeklinde iki grupta tahmin etmişlerdir. Her iki grup çalışması sonucunda finansal açıklığın; ticari ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu sonuçlar doğurduğunu tespit edilmiştir (Carmignani ve Chowdhury, 2005: 1-15).

Al-Iriani ile Al-Shamsi tarafında; Körfez Bölgesindeki 6 ülke üzerine; 1970-2004 dönemi verilerinden hareketle yapılan çalışma sonucunda; Finansal serbestleşmenin söz konusu ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde pozitif yönde katkı sağladığı tespit edilmiştir (Al-Iriani ve Al-Shamsi, 2005: 1-28).

Schularick ve Steger; tarafından finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi ne yönde etkilediği 2006 yılında bir araştırmayla analiz edilmiştir. 1880-1914 dönemi 24 ülke ve 1980-2002 dönemi 54 ülke üzerinde gerçekleştirilen çalışmada, genelleştirilmiş dinamik panel regresyon tahmin yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular; finansal serbestleşmenin 1. dünya savaşı öncesi dönemde ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin anlamlı ve pozitif olduğunu, bu etkinin 2. dünya savaşı sonrası dönemde zayıf bir niteliğe sahip olduğunu göstermiştir (Schularick ve Steger, 2006: 1-17).

Kukeli, Mei Fan, Shing Fan, tarafından yapılan çalışmada 1990-2001 yılları arasında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının 10 geçiş ekonomisinin çıktı düzeyi üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Ülkelerden alınan panel verilerden hareketle genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemiyle yapılan analiz sonucunda, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeye olumlu katkı yaptığı tespit edilmiştir. Model denkleminde; bağımlı değişken olarak çıktı, bağımsız değişken olarak da sırasıyla; toplam işgücü, yurt içi sermaye birikim miktarı ve doğrudan yabancı sermaye akımları kullanılmıştır (Kukeli, vd. 2006: 302-322).

Alper ve Çakıcı tarafından yapılan çalışmada, finansal serbestleşme, finansal tutumluluk ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. 75 ülkenin 1980-2003 dönemi panel verilerine dayanılarak yapılan kesit korelasyon analizi sonucunda, finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Buna

karşın iki değişken arasındaki sağlam bir korelasyonun, finansal tutumluluğun sağlanabilmesi durumunda var olacağı ifade edilmiştir (Alper ve akıcı, 2008: 509-524).

Köse, Prasad ve Terrones tarafından 67 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke üzerinde 1966-2005 dönemi zaman serilerinden hareketle yapılan regresyon analizinde finansal serbestleşmenin toplam faktör verimliliği üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, her ne kadar dış borçlar ile faktör verimliliği arasında negatif korelasyon bulunsa da finansal açıklığın toplam faktör verimliliği üzerinde pozitif bir etki yarattığı sonucuna varılmıştır (Köse, vd. 2008: 1-41).

Faras ve Ghali tarafından 1970-2006 dönemi zaman serileri kullanılarak 6 körfez ülkesinde DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ARDL sınır testi yaklaşımıyla analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, yeterince güçlü olmasa da DYSY'lerin ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki meydana getirdiği tespit edilmiştir (Faras ve Ghali, 2009: 134-145).

Moudatsou ve Kyrkilis tarafından yapılan ve Avrupa ve Güney Asya ülkelerini kapsayan çalışmada 19 ülkeli çalışmada, 1970-2003 yılları verilerinden hareketle DYSY'ler ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmiştir. Analiz sonucunda; her iki ülke grubu için büyüme ile DYSY'ler arasında güçlü ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. AB lkeleri için genel itibariyle bu ilişki büyümeden DYSY'lere doğru iken (Fransa ve Finlandiya'da tam tersi), Güney Asya lkeleri (Singapur ve Filipinler'de büyümeden DYSY'lere) için çift yönlü bir özellik sergilemektedir (Moudatsou ve Kyrkilis, 2009: 1-16).

Kim, Lin ve Suen tarafından 90 gelişmekte olan ülke üzerine 1975-2007 dönemi verileri kullanılarak yapılan çalışmada finansal açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Buna göre uzun dönemde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeye katkısı olumlu iken kısa dönemde negatif olarak gerçekleşmiştir. Yabancı sermaye girişinin uzun dönemde çıktılardaki belirsizliği azaltıcı etkiye sahip olduğu ifade edilmiştir (Kim, vd. 2012: 25-54):

**Tablo 2.3. Çok Ülkeli Çalışmalar Tablosu (Gelişmekte Olan Ülkeler)**

Çalışma	Örnek Grubu	Dönem	Sonuçlar
King ve Levine (1993)	80 ülke	1960-1989	Finansal gelişmenin sermaye birikimi ve verimlilik artışıyla uzun dönem ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yaratacağı sonucuna ulaşılmıştır
Grili ve Milesi, Ferretti (1995)	61 ülke	1966-1989	Sermaye kontrolleri ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir sağlıklı ilişki tespit edilememiştir
Borenzstein, Gregorio, Lee 1995	69 ülke	1970-1989	DYSY'lerin ülkelerin minimum düzeyde eğitilmiş insan kaynağına sahip olmaları şartıyla ekonomik büyümelerini pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır
Eatwell (1996)	54 ülke	1960-1971	Finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde; piyasalarda meydana getirdiği istikrarsızlık ve oynaklığa bağlı olarak negatif etki oluşturduğu tespit edilmiştir
Rose ve Sara Zervos (1996)	49 ülke	1976-1993	Hisse senedi piyasaları ve bankacılık sektöründeki gelişmenin, özel tasarruf artışı, sermaye birikimi üretim verimliliğinde artış yoluyla ekonomik büyümeyi arttıracacağı yolunda sağlam ve güçlü pozitif sonuçlar elde edilmiştir
Dennis Quinn (1997)	64 ülke	1958-1989	Uzun dönemli ekonomik büyüme ile finansal dışa açıklık arasında pozitif yönde güçlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir
Rajan ve Zingales (1998)	42 ülke	1980-1990	Yapılan çalışmada ekonomik büyümenin ülkelerin yatırımlarını artırmak yoluyla ekonomik büyümeyi dolaylı olarak olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmıştır
Rodrik (1998)	100 ülke	1975-89	Gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme ile kişi başına GSMH büyümesi arasında pozitif bir ilişki tespit edilememiştir
Gürsoy ve Müslümov (1998)	20 ülke	1981-1994	Borsaların gelişmişlik düzeyi ile ekonomik büyüme arasında geri besleme ilişkisi saptanmıştır. Ülke bazında yapılan analizlerde borsalarla ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin gelişmekte olan ülkelere daha güçlü olduğu izlenimi edinilmiştir.
Levine, Loayza ve Beck (1999)	71 ülke	1960-1995	Finansal araçların verimlilik artışları yoluyla ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği tespit edilmiştir.
De Mello (1999)	32 ülke	1970 -990	Finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkide bulunduğunu ancak bu etki için DYSY'lerle içsel yatırımlar arasında tamamlayıcı bir ilişkinin varlığının gerektiği tespit edilmiştir.
Rati 1999	95 ülke	1960-1989	Finansal serbestleşme ile büyüme arasında olumlu bir ilişkiye rastlanmamıştır
Agrawal (2000)	5 ülke	1965-1999	DYSY'lerin 1980 öncesi büyümeye etkisi negatif olurken, 80'lerin başında pozitif olmaya başlamış ve 90'ların başında bu etki olumlu yönde daha da güçlü bir düzeye ulaşmıştır
Edwards (2001)	21 ülke	1975-1997	Sermaye akımlarının ülkelerin ekonomik büyümelerinde; finansal piyasaları derin ve çeşitlilik arz eden ülkeler açısından pozitif, yerel çapta sığ piyasalara sahip ülkeler açısından negatif etki yarattığı sonucuna varılmıştır.

Razin (2002)	64 ülke	1976-1997	Yüksek katsayıya sahip doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, iç yatırımlar ve çıktı büyümesiyle bağlantılı olduğu ve yatırım artışında önemli bir rol üstlendiği tespit edilmiştir
Eichengreen, Leblang (2002)	21 ülke	1880-1997	Finansal kararsızlık dönemlerinde finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif iken, ekonominin istikrarlı seyir izlediği, kriz olmayan dönemlerde bu etki negatiftir.
Galindo, Schiantarelli, Weiss (2002)	12 ülke	1990-1998	Serbestleşmenin yatırımların verimliliğini pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Bonfiglioli ve Mendicino (2004)	90 ülke	1975 -1999	Finansal serbestleşmenin finansal derinliği artırıp hisse senedi piyasalarında liberalleşme yoluyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.
Bekaert, Harvey, Lundblad (2004)	123 ülke	1980-1997	95 ülke üzerinden yapılan analizde finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulunmazken; örnek büyüklüğün 28 ülke olduğu ikinci analiz sonucunda: hisse senedi piyasası serbestleşmesinin ülkelerin ekonomik büyümelerinde ortalama %1'lik bir pozitif etki meydana getirdiği tespit edilmiştir.
Edison, Klein, Ricci ve Slot (2004)	80 ülke	. 1976-1995	Sermaye ve hisse senedi piyasalarının serbestleşmesinin ekonomik büyüme üzerinde gelişmekte olan ülkeler bakımından bir takım pozitif etkiler doğurduğu tespit edilmiştir
Fratzcher ve Bussiere, (2004)	45 ülke	1980-2002	Finansal serbestleşmenin ilk beş yılında ekonomik büyümede pozitif bir artış sağlanırken, aynı artışın orta ve uzun dönemde gerçekleşmediği tespit edilmiştir.
Hermes, Robert (2005)	25 ülke	1973-1996	Finansal serbestleşmenin tasarruflar ve yatırımlar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı bununla birlikte; özel yatırımlar ve kişi başına gayri safi yurt içi hâsıla artışına pozitif etki yaptığı tespit edilmiştir.
Carmignani ve Chowdhury (2005)	58 ülke,	1990-2003	Finansal açıklığın; ticari ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu sonuçlar doğuracağı tespit edilmiştir.
Al-Iriani-Al-Shamsi (2005)	6 Ülke	. 1970-2004	Finansal serbestleşmenin söz konusu ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerinde pozitif yönde katkı sağladığı tespit edilmiştir
Schularick ve Steger (2006)	24 ülke 54 ülke	1880-1914 1980-2002	Finansal serbestleşmenin 1. dünya savaşı öncesi dönemde ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin anlamlı ve pozitif olduğunu, bu etkinin 2. dünya savaşı sonrası dönemde zayıf bir niteliğe sahip olduğunu göstermiştir.
Kukeli, Mei Fan, Shing Fan, (2006)	10 Ülke	1990-2001	Finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeye olumlu katkı yaptığı tespit edilmiştir. Model denkleminde; bağımlı değişken olarak çıktı, bağımsız değişken olarak da sırasıyla; toplam işgücü, yurt içi sermaye birikim miktarı ve doğrudan yabancı sermaye akımları kullanılmıştır
Alper ve Çakıcı (2008)	75 ülke	1980-2003	Finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. İki değişken arasındaki sağlam bir korelasyonun finansal tutumluluğun sağlanabilmesi durumunda gerçekleşeceği ifade edilmiştir.



Köse, Prasad ve Terrones (2008)	67 ülke	1966-2005	Çalışma sonucunda, her ne kadar dış borçlar ile faktör verimliliği arasında negatif korelasyon bulunsa da finansal açıklığın toplam faktör verimliliği üzerinde pozitif bir etki yarattığı sonucuna varılmıştır
Faras ve Ghali (2009)	6 ülke	1970-2006	Yeterince güçlü olmada da DYSY lerin ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki meydana getirdiği tespit edilmiştir.
Moudatsou ve Kyrkilis (2009)	19 ülke	1970-2003	Büyüme ile DYSY 'ler arasında güçlü ve pozitif bir ilişkinin her iki ülke gurubunda da gerçekleştiği görülmüştür.
Kim, Lin ve Suen (2012)	90 ülke	1975-2007	Finansal açıklığa bağlı olarak doğrudan yabancı sermaye girişi ekonomik büyümeyi kısa dönemde negatif uzun dönemde ise pozitif etkilemektedir.

### 2.2.2. Gelişmiş Ülke Çalışmaları

Ericsson ve Irandoust, yaptıkları çalışmada, 4 gelişmiş ekonominin (Danimarka, Finlandiya, Norveç, İsveç) 1970-1997 dönemi yıllık verilerinden hareketle DYSY'ler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Lag-augmented oto regresyon tekniği vasıtasıyla analiz etmişlerdir. Bulgular sonucunda nedensellik; İsveç için DYSY'lerden büyümeye doğru tek yönlü, Norveç için çift yönlü ilişki bulunmuştur. Finlandiya ve Danimarka içinse herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir (Ericsson ve Irandoust, 2001: 1-26).

Moudatsou tarafından yapılan ve 14 gelişmiş Avrupa ülkesini kapsayan çalışmada; 1970-1999 yılları arası zaman serileri kullanılarak DYSY'ler ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Yapılan çalışma sonucunda, 9 ülkede doğrudan yabancı sermaye yatırımları ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilerken, 4 ülkede büyümeden DYSY'lere pozitif ve anlamlı bir ilişki, 1 ülkede ise herhangi bir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır (Moudatsou, 2001: 1-20).

Kennedy tarafından 2000-2010 dönemi verileri kullanılarak 34 gelişmiş ülke üzerine yapılan çalışmada finansal açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda diğer değişkenler sabitken finansal açıklığın ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği ve çalışmanın bu yönüyle finansal açıklığı savunan iktisadi görüşe uygun sonuçlar verdiği ifade edilmiştir (Kennedy, 2013: 5-27).

**Tablo 2.4.** Çok Ülkeli Çalışmalar Tablosu (Gelişmiş Ülkeler)

Çalışma	Örnek Grubu	Dönem	Sonuçlar
Ericsson ve Irandoust (2001)	4 ülke	1970-1997	İsveç için DYSY'lerden büyümeye doğru tek yönlü, Norveç için çift yönlü, Finlandiya ve Danimarka içinse herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir
Moudatsou (2001)	14 ülke	1970-1999	Dokuz ülkede doğrudan yabancı sermaye yatırımları ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilerken, 4 ülkede büyümeden DYSY'lere doğru bir ilişki, 1 ülkede ise herhangi bir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.
Kennedy (2013)	34 ülke	2000-2010	Finansal açıklık ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir.

### 2.3. TÜRKİYE ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Finansal serbestleşme üzerine gerek yurt dışında gerekse yurt içinde birçok ampirik çalışma yapılmıştır. Türkiye'de finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisine ilişkin yapılan çalışmalar aşağıdaki gibidir.

Finansal serbestleşmenin ve buna bağlı olarak finansal derinleşmenin Türkiye ekonomisi üzerindeki makroekonomik etkileri Mihçı tarafından analiz edilmiştir. 1950-1996 dönemlerine ait veriler yardımıyla yapılan eş bütünleşme analizi sonucunda; Türkiye'de finansal serbestleşme ile büyüme göstergesi olarak kişi başına gelir arasında pozitif yönlü bir ilişkiye rastlanılmamıştır (Mihçı, 1999: 1-189).

Finansal serbestleşmeye bağlı olarak sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi Avcı tarafından yapılan çalışma ile analiz edilmiştir. 1984-1999 dönemi zaman serileri yoluyla, Vektör Auto Regressive (VAR) modeli kullanılarak yapılan çalışma neticesinde sermaye hareketlerinin gayri safi yurt içi hasılayı pozitif yönde etkilediği ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir sonuç doğurdu tespit edilmiştir (Avcı, 2000: 1-116).

Taş tarafından yapılan çalışmada, finansal serbestleşmenin ve sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri incelenmiştir. 1987-2000 dönemlerini kapsayan, iki basamaklı granger nedensellik testleri ile yapılan çalışma neticesinde; serbestleşme ile ekonomim büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Bu çift yönlü nedensellik ilişkisi finansal

serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu yönde bir etki doğurduğu genellemesini desteklemektedir (Taş, 2001: 1-195).

Kula tarafından 1980-2000 dönemi verilerinden hareketle yapılan çalışma neticesinde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde olumlu bir etki yaptığı gözlenmiştir. Öte yandan portföy yatırımları sermaye birikimi ve ekonomik büyüme arasında negatif korelasyon eğiliminin varlığı bu yatırımların ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki oluşturduğunu göstermiştir (Kula, 2003: 141-154).

Utkulu ve Kahyaoğlu tarafından yapılan çalışmada ticari ve finansal açıklığın Türkiye’de ekonomik büyümeyi ne yönde etkilediği analiz edilmiştir. 1990-2004 dönemi zaman serileri ile yapılan Markow modellemesi ile elde edilen bulgular sonucunda; Türkiye’de finansal açıklık ekonominin sürekli olarak resesyonda kalmasına neden olurken, ticari açıklığın büyümeyi pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir (Utkulu ve Kahyaoğlu, 2005: 1-15).

Onur tarafından 1980-2003 dönemi verilerine dayanılarak yapılan çalışmada finansal açıklığın ekonomik büyümeyi %15 arttırdığı gözlemlenmiştir. Ayrıca yapılan Granger nedesellik testine göre GSYİH’nin finansal açıklığın 3 dönem gecikmeli nedeni olduğu tespit edilmiştir (Onur, 2005: 128-151).

Uçak tarafından yapılan ve 1991-2006 dönemini kapsayan zaman serileri kullanılarak finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan ekonometrik analiz sonucunda; finansal serbestleşme sonrasında Türkiye ekonomisinde büyümenin temel itici gücü olarak yatırımların değil tüketim harcamalarının etkili olduğu gözlemlenmiştir (Uçak, 2006: 1-150).

Yapraklı tarafından yapılan çalışmada; Türkiye’de ticari ve finansal dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. 1990-2006 dönemleri arasında; ticari ve finansal dışa açıklık oranları ile ekonomik büyüme oranı arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, uzun dönemde ekonomik büyümenin ticari açıklıktan pozitif, finansal açıklıktan ise negatif yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Uzun dönemde Türkiye’nin ekonomik büyümesi üzerinde finansal dışa açıklığın negatif etkisinin ticari dışa açıklığın pozitif etkisinden daha büyük olduğu sonucuna varılmıştır. (Yapraklı, 2007: 68-83).

Tükel tarafından yapılan çalışmada finansal serbestleşmenin Türkiye'nin ekonomik performansı üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. 1992-1994 arası üçer aylık dönemler ile yapılan çalışma VAR yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Analiz sonucunda; Türkiye'de ilgili dönemde büyüme oranı ile ticari açıklık arasında kuvvetli ve pozitif yönlü, finansal açıklık arasında ise zayıf ve negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir (Tükel, 2007: 1-116).

Musullugil tarafından yapılan çalışmada Türkiye'de ve diğer 19 ülkede finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ele alınmıştır. Türkiye özelinde; 1981-2005 dönemi verilerine dayalı panel veri yöntemiyle yapılan analiz sonucunda; Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu etkilemesinin ötesinde, aşırı borçlanmaya neden olup finansal sistemin kırılganlığını arttırdığı tespit edilmiştir (Musullugil, 2007: 1-212).

Afşar tarafından yapılan çalışmada; 1992-2006 verilerine dayanılarak Türkiye ekonomisinde doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmiştir. Granger nedensellik analizi sonucunda; yatırımlardan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir (Afşar, 2007: 1-9).

Bayraktutan ve Arslan tarafından yayınlanan çalışmada 1980-2006 dönemini kapsayan veriler ile Türkiye'de sabit sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. İnceleme sonucunda sabit sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde uzun dönemli etkisinin olumlu olduğu tespit edilmiştir (Bayraktutan ve Arslan, 2008: 1-12).

Keskin, yaptığı çalışmada finansal serbestleşme sürecinde uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki makroekonomik etkilerini araştırmıştır. 1992-2007 dönemine ilişkin zaman serisi ile yapılan ekonometrik analiz sonucunda; kısa dönemli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının uzun dönemde ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olduğu ve bu durumun cari işlemler dengesini olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır (Keskin, 2008: 1-270).

Örnek tarafından yapılan çalışmada; Türkiye'nin 1996:4-2006:1 üçer aylık dönemlerine ait veriler kullanılarak; yabancı sermaye akımlarının yurt içi tasarruflar ve doğrudan yatırımlar üzerinde etkisi analiz edilmiştir. Analizler sonucu, doğrudan yatırımların kısa ve uzun dönemde yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif etki yarattığı; kısa

vadeli sermaye akımlarının ise, kısa ve uzun vadede, yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif bir etki oluşturduğu bulgularına ulaşılmıştır. Aynı zamanda, kısa vadeli sermaye girişleri ile doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki yarattığı tespit edilmiştir (Örnek, 2008: 199-218).

Korkmaz, Çevik, Birkan 1990-2008 dönemine ait üçer aylık verileri kullanarak yaptıkları çalışmada Türkiye’de finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda finansal dışa açıklığın ekonomik büyümeyi %0,17 oranında arttırdığı ancak kriz olasılığına da artırması nedeniyle büyümedeki %0,0031’lik bir düşüşten dolayı bu etkinin yaklaşık %0,16’lar düzeyinde gerçekleştiği sonucuna varılmıştır (Korkmaz, vd. 2010: 2821-2831).

Ayaydın’ın yaptığı çalışmada; Türkiye’de 1970-2007 döneminde gayri safi milli hâsıla ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında ilişki analiz edilmiştir. Buna göre DYSY’den GSMH’ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında pozitif güçlü bir ilişki tespit edilmiştir (Ayaydın, 2010: 133-145).

Kıran ve Güriş tarafından 1992-2006 dönemi üçer aylık verileri kullanılarak yapılan çalışmada; ticari dışa açıklık finansal dışa açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda; Türkiye’de ticari ve finansal dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu, öte yandan ticari dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ve finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin anlamsız olduğunu sonucuna varılmıştır. Çalışmaya göre ticari açıklıkta meydana gelebilecek %1’lik bir artış, büyümeyi kısa dönemde %8,62, uzun dönemde ise %4.38 azaltacaktır (Kıran ve Güriş, 2011: 69-80).

Dalkılıç’ın yaptığı çalışmada 1992-2014 dönemi sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda sermaye girişlerinin Türkiye’de ekonomik büyümeyi %0,95 gibi ciddi bir oranda arttırdığı ve yine yapılan nedensellik testine göre, sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedenselliğin olduğu tespit edilmiştir (Dalkılıç, 2015: 1-101).

Ümit tarafından yapılan çalışmada; ticari açıklık, finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki 1989-2014 dönemi üçer aylık verileri kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda finansal açıklık ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü

ve büyümeden ticari açıklığa doğru olan tek yönlü nedensellik bulunmuştur. Öte yandan ekonomik büyümenin ticari açıklıktan negatif, finansal açıklıktan ise pozitif ve istatistiki olarak anlamlı şekilde etkilendiği görülmüştür (Ümit, 2016: 255-272).

Çeştepe, Yıldırım ve Özbek tarafından 1998-2016 dönemi üçer aylık veriler kullanılarak yapılan çalışmada ticari dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı ancak finansal açıklığın ekonomik büyümeyi pozitif ve anlamlı bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ticari açıklık ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi de bulunamamıştır (Çeştepe, vd. 2017: 1-17).

İlter ve Doğan tarafından yapılan çalışmada ticari ve finansal dışa açıklılığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi 1998-2016 çeyreklik verileri ile analiz edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre; ticari açıklıktan ekonomik büyüme oranına doğru tek yönlü nedensellik olduğu belirlenmiştir. Bu sonuçlara göre; ticari dışa açıklık arttıkça ekonomik büyümede artmaktadır (İlter ve Doğan, 2018: 89-115).

**Tablo 2.5.** Türkiye Üzerine Yapılan Çalışmalar Tablosu

Çalışma	Dönem	Sonuçlar
Mihçi (1996)	1999- 1950	Türkiye’de finansal serbestleşme ile büyüme göstergesi olarak kişi başına gelir arasında pozitif yönlü bir ilişkiye rastlanılmamıştır.
Avcı (2000)	1984-1999	Sermaye hareketlerinin gayri safi yurt içi hasılayı pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.
Taş (2001)	1987-2000	Finansal kalkınma ile ekonomim büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Bu çift yönlü nedensellik ilişkisi finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu yönde bir etki doğurduğu genellemesini desteklemiştir.
Kar ve Pentecost (2002)	1963-1995	Finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında nedenselliğin hassas ve birbirlerine duyarlı olduğu tespit edilmiştir
Kula (2003)	1980-2000	Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde olumlu bir etki yaptığı gözlenmiştir.
Utkulu ve Kahyaoğlu (2005)	1990-2004	Türkiye’de finansal açıklık ekonominin sürekli olarak resesyonda kalmasına neden olurken, ticari açıklığın büyümeyi pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.
Onur (2005)	1980- 2003	Finansal açıklığın GSMY’yi %15 arttırdığı gözlemlenmiştir.
Uçak (2006)	1991-2006	Finansal serbestleşme sonrasında Türkiye ekonomisinde büyümenin temel itici gücü olarak yatırımların değil tüketim harcamalarının etkili olduğu gözlemlenmiştir.
Yapraklı (2007)	1990-2006	Ekonomik büyümesi üzerinde finansal dışa açıklığın negatif etkisinin, ticari dışa açıklığın pozitif etkisinden daha büyük olduğu sonucuna varılmıştır
Tükel (2007)	1992- 1994	Türkiye’de söz ilgili dönemde büyüme oranı ile ticari açıklık arasında kuvvetli ve pozitif yönlü, finansal açıklık arasında ise zayıf ve negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir

Musullugil (2007)	1981-2005	Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu etkilemekle birlikte aşırı borçlanmaya neden olup sonucunda finansal sistemin kırılganlığını arttırdığı tespit edilmiştir.
Afşar (2007)	1992-2006	Sermaye yatırımlarından ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.
Bayraktutan ve Arslan (2008)	1980-2006	Sabit sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde uzun dönemli etkisinin olumlu seyir izlediği tespit edilmiştir
Keskin (2008)	1992-2007	Portföy yatırımları uzun dönemde milli paranın reel olarak değerlendirilmesine yol açmakta ve cari işlemler dengesini olumsuz etkilemektedir.
Örnek (2008)	1996-2006	Doğrudan yabancı yatırımlar kısa ve uzun dönemde yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif etki yaratırken; kısa vadeli sermaye akımlarının etkisinin negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Korkmaz, Çevik, Birkan (2010)	1990-2008	Elde edilen sonuçlara göre finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisi %0,17 olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte finansal dışa açıklığın krizler üzerinden ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi %-0.0031 olarak bulunmuştur.
Ayaydın (2010)	1970-2007	Doğrudan yabancı yatırımlarından GSMH'ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi saptanmış, doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında pozitif güçlü bir ilişki tespit edilmiştir.
Koyuncu vd.(2010)	1990-2010	Doğrudan yabancı yatırımların büyümeyi pozitif yönde etkilediğini kanıtlamıştır.
Kıran, Güriş (2011)	1992-2006	Ticari dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Ticari açıklıkta meydana gelebilecek %1'lik bir artış, büyümeyi kısa dönemde %8,62, uzun dönemde ise %4.38 azaltacaktır.
Dalkılıç (2015)	1992-2014	Sermaye girişlerinin Türkiye'de ekonomik büyümeyi %0,95 oranında arttırdığı ve sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye doğru tekyönlü bir nedenselliğin olduğu tespit edilmiştir
Ümit (2016)	1989-2014	Finansal açıklık ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü ve büyümeden ticari açıklığa doğru olan tek yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Ekonomik büyümenin ticari açıklıktan negatif, finansal açıklıktan pozitif ve istatistiki olarak anlamlı etkilendiği sonucuna varılmıştır.
Çeştepe, Yıldırım, Özbek (2017)	1998-2016	Ticari dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı ancak finansal açıklığın ekonomik büyümeyi pozitif ve anlamlı bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
İlter, Doğan	1998-2016	Ticari açıklıktan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

#### 2.4. UYGULAMALI ÇALIŞMALARIN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin analizine yönelik yapılan literatür taraması sonucunda;

Tek ülkeli çalışmalar bakımından;

GOÜ'lerde; Ghatak, Ebrahim, Ayanwak, Waqabaca, Koo-Maeng, Kamat-Menos-Manaws, Chaudry, Molde-Rufael, Paula-Pires-Meyer yaptıkları çalışmalarda serbestleşmenin büyüme üzerinde müspet etki oluşturduğunu tespit ederken; Ang-Kibbin, Bekaert,-Harvey,-Lundblad, Bashar-Khan, Tswammuno-Scott, Pardee Wunnava serbestleşme ile büyüme arasında pozitif bir nedensellik olmadığı sonucuna varmışlardır. Erdal-Şafaklı-Tüzel ise büyümeden finansal serbestleşmeye doğru bir nedenselliğin olduğunu tespit etmişlerdir. Bu sonuçlara göre; Gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme sürecinde, yabancı yatırımlarla ekonomik büyümeleri arasındaki ağırlıklı olarak pozitif yönlü bir ilişki olduğu ifade edilebilir. Bununla birlikte özellikle Afrika kıtası ülkelerinde serbestleşmenin ekonomik büyümeye etkisinin olumsuz olduğu gözlenmiştir.

GÜ'lerde; Kornecki-Banodulin, Feridun yaptıkları çalışmalar sonucunda, serbestleşmenin ve finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini tespit etmişlerdir. Sonuç olarak GÜ'lerde, serbestleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği görülürken, gelişmekte olan ülkeler açısından böyle bir genelleme yapmanın mümkün olmadığı görülmüştür.

Çok ülkeli çalışmalar bakımından;

GOÜ'ler için; King-Levine, Borenztein-Gregorio-Lee, Rose-Sara-Zervos, Dennis-Quinn, Rajan Zingales, Rodrik, Gürsoy Müslümov, Levine-Loayza-Beck, Agrawal, Galindo, Schiantrelli, Weiss, Bongfiglioli, Mendicino, Bekaert, Harvey, Lundblad, Edison, Klein-Ricci- Slot, Al-Iriani ile Al-Shamsi, Carmignani ve Chowdhury, Kukeli, Mei Fan,-Shing Fan, Faras, Ghali tarafından yapılan çok ülke analizleri sonucunda finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin var olduğu ve bu ilişkinin kimi zaman tek kimi zaman çok taraflı bir nedensellik barındırdığı; Eatwell, Rati, Fratzscher ve Bussiere, Hermes, Robert, Schularick-Steger, Alper-Çakıcı, Köse, Prasad ve Terrones, Jadamba-Terakuza, Moudatsou-Kyrkilis'in analizlerinde ise, finansal serbestleşme ve gelişme ile ekonomik büyüme arasında negatif bir etkileşimin var olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan, Grili-Milesi-Feretti-, Edwards, Shan-Morris, Eichengreen; serbestleşme büyüme ilişkisinde bazı yapısal şartların yerine getirilmesi durumunda, pozitif bir etkileşimin olabileceğini tespit etmişlerdir. Sonuç olarak GOÜ'lerin serbestleşme çalışmaları ile ekonomik büyümeleri arasında yapılan nedensellik



analizlerinin literatür özetine göre; çalışmaların yarısından fazlasında finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

GÜ'ler için; Moudatsou, finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olduğunu, Ericsson-Irandoust ise bu ilişkinin ülkeler düzeyinde değişkenlik gösterdiğini yaptıkları çok ülke çalışmaları ile tespit etmişlerdir. Sonuçta; tek ülkeli çalışmaların sonuçlarına paralel olarak çok ülke çalışmalarda da GÜ'lerdeki piyasa yapısının derinliği ve sağlam hukuki temellere sahip olmasının, serbestleşmeye dayalı yabancı sermaye girişlerinin çıktı düzeyini artırarak GSYİH'yi artırdığı gözlemlenmiştir.

Türkiye üzerine yapılan çalışmalar;

Finansal serbestleşme ekonomik büyüme ilişkisi Türkiye özelinde incelendiğinde ise, iki değişken arasındaki ilişkiye yönelik farklı sonuçlara rastlanmıştır. Buna göre; Mihçı, Utkulu-Kahyaoğlu, Onur, Uçak, Yapraklı, Tükel, Musullugil, Keskin, finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin negatif olduğunu tespit etmişlerdir. Avcı, Taş, Kar-Pentecost, Kula, Afşar, Bayraktutan-Arslan, Ayaydın, Koyuncu, Dalkılıç, Ümit, Çeştepe-Yıldırım-Özbek ise finansal serbestleşme ile büyüme arasında pozitif bir ilişkinin var olduğunu yaptıkları analitik çalışmalarla ifade etmişlerdir.

Bu sonuçlara göre finansal serbestleşme ile ekonomik büyümeye ilişkin Türkiye özelinde yapılan çalışmalarda görüş birliği olmadığı görülmektedir. Bunların birlikte özellikle son dönem analizlerinde finansal serbestleşmenin finansal açıklık değişkeni ölçeğiyle ekonomik büyümeye olumlu katkı yaptığı görülmektedir. Literatür özetinde de görüldüğü üzere; 2000 ve sonrasındaki yıllar için yapılan çalışmaların önemli bir çoğunluğunda finansal açıklık değişkeninin ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı etkisinin olduğu anlaşılmaktadır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYEDE EKONOMİK BÜYÜME VE FİNANSAL SERBESTLEŞME ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ (1998:1-2017:4)

Türk ekonomisi Cumhuriyetin kurulduğu tarihten günümüze dek çeşitli iktisadi merhaleler atlatmıştır. Geçen süreçte ekonominin yapısında ve hacminde önemli değişimler yaşanmıştır. Cumhuriyetin ilk yıllarında uygulanan politikaların temelinde liberal ekonomi anlayışı hâkimdir. 1923-1929 yılları arasındaki dönemde uygulanan ekonomi politikası devletçi liberal olarak da adlandırılabilir (Koç, 2006: 88-89).

1930 yılların başında yaşanan küresel bunalım Türk ekonomisini olumsuz etkilemiş ve sonucunda kalkınma hamlesinde serbest ekonomi anlayışı yerini devlet odaklı karma ekonomik işleyişe bırakmıştır.

Ülke ekonomisinde yaşanan değişimler 1940'lı yılların başında kendine özgü kapalı ve muhafazakâr bir yapı sergilemiştir. Ekonomide devletin öncülük ettiği bir kalkınma anlayışı hüküm sürerken öte yandan yaşanan savaş nedeniyle dış ekonomik ve mali ilişkiler neredeyse durma seviyesine gelmiştir. Savaş sonrası süreçte girilen özel sektöre dayalı yatırım hamleleri yabancı sermaye yatırımları ile desteklenmeye çalışılmıştır. Yaşanan bu gelişmelerle birlikte iktisadi yapının yeterli rekabet şartlarına sahip olmaması ve fiyat mekanizmasının etkin biçimde işleyememesi, Türk ekonomisini 1960'lı yılların başında bir darboğaza sokmuştur. Bu darboğazın yaşanmasında; özel sektörün desteklenmesine yönelik yardım ve teşvikler ile kamu altyapı yatırımlarının sebep olduğu bütçe açıkları önemli faktörlerdir. Fiyatlar genel seviyesinin ciddi oranda artması ve akabinde enflasyonun sebep olduğu TL'nin satın alma gücündeki düşüş ekonomide %70 seviyelerinde bir devalüasyona neden olmuştur (Aydoğan, 1997: 33-45).

1970'lerin sonunda "Altın Çağ" olarak adlandırılan dönemin kapanması ile birlikte Türkiye'de finansal piyasalar yoğun bir şekilde baskı altına girmiştir. Faiz oranları üzerinde sınırlamalar getirilmiş, kamu tarafından önemli görünen sektörlerle daha düşük faizli fon kullanılmıştır. Bu dönemde sabit döviz kuru sistemi uygulanmıştır. Finansal korumacılık dönemi olarak adlandırılan süreçte, ithal ikameci programların uygulanması, cari borçlara kaynak bulmada ve yatırımları desteklemede zor duruma düşülmesine neden olmuştur. Ödemeler dengesiyle başlayan ekonomik istikrarsızlığı politik istikrarsızlık da

takip edince 24 Ocak 1980 istikrar kararları alınmak zorunda kalınmıştır. Bu yeni dönemle birlikte kısa vadede enflasyonun kontrol altına alınması ve ödemeler dengesi sorunlarının giderilmesi, uzun dönemde ise Türkiye ekonomisinde temel yapısal dönüşümün gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda dışa açık ihracat stratejisi benimsenmiş ve dış ticaretin önündeki engeller kaldırılarak ekonomideki fiyat oluşumunun sadece yurt içinde değil yurt dışı piyasalar yoluyla da belirlenmesi amaçlanmıştır. Böylece 1980 sonrasında ithalat kısıtlamaları kaldırılmış, mal piyasalarında fiyat kontrolleri terk edilmiş, para piyasalarında faiz oranları ve döviz kurları aşamalı olarak serbest bırakılmıştır. Bu süreç Türkiye’de finansal serbestleşmenin de başlangıcı olmuştur (Mangır, 2006: 449-458).

Türkiye’de ticaretin ve finansal sektörün liberalizasyonu süreci “24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları” ile başlamıştır. Bu kapsamda sabit döviz kuru rejiminden vazgeçilerek esnek döviz kuru rejimine geçilmiştir. Bu çerçevede faiz oranları serbestleştirilmiş 1989 tarihinde yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı karar ile menkul kıymetlerin yurtiçi ve dışında alım-satımı önündeki engeller kaldırılmış ve böylece sermaye hareketleri tamamen liberalleştirilmiştir.

Uygulanan serbestleşme politikaları ile bir yandan mali piyasalar kurumsal bir yapı kazanırken diğer yandan tasarruf ve yatırım enstrümanlarının artışına bağlı olarak yatırım yapan kesimlere düzenli fon akımı sağlanmıştır (Taş, 2001: 91).

Türkiye’de 1980 sonrasında yaşanan finansal gelişim aşağıdaki gibi özetlenebilir: (Oksay, 2000: 4).

- Mevduat ve kredi faiz oranları serbestleştirilmiştir,
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmıştır,
- Kişilere portföylerinde döviz bulundurma imkânı tanınmıştır,
- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirlerin üzerindeki vergiler azaltılmıştır,
- Aracılık hizmetlerinin maliyetleri düşürülmüştür,
- Mali sistem kurumsallaştırılmıştır,

- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin getirilen kısıtlamalar azaltılmıştır,
- Menkul kıymet piyasaları oluşturularak, şirketlere yeni finansman kaynakları yaratılmıştır,
- TL piyasasının oluşturulması sağlanmıştır.

### **3.1. TÜRKİYE'DE RESMİ SERMAYE AKIMLARI**

Resmi sermaye akımları; proje ve program kredileri olarak adlandırılan ve Dünya Bankası ve IMF benzeri uluslararası kuruluşlar vasıtasıyla GOÜ'lerin kalkınmaları için tahsis edilen kaynaklardır. Türkiye'de resmi sermaye akımları resmi ve uluslararası kuruluşlarca ülkeye giren, proje, program kredileriyle, IMF kredilerinden oluşmaktadır. Resmi sermaye akımları özel sermaye akımlarının yetersiz ve sınırlı olduğu dönemlerde önemi artan fon kaynaklarıdır. Finans piyasalarının kriz ya da depresyona maruz kaldığı evrelerde özel sermaye akımlarında meydana gelen gerileme, resmi sermaye akımlarını finansal piyasaların ihtiyaç duyduğu finansmanın temininde önemli hale getirmektedir.

Türkiye'de yaşanan finansal darboğazlar IMF ile standby anlaşmalarının yapılmasını gündeme getirmiştir. Bugüne kadar IMF ile 19 standby anlaşması yapılmış olup ilk anlaşma 1961 yılında gerçekleştirilmiştir. Genellikle kriz sonrası dönemde zorunlu olarak anlaşmaya giden Türkiye, bu süreçte IMF'den 50 milyar doların üstünde kaynak temin etmiştir. 1999 ve sonrasında yapılan anlaşmalarla ülkeye gelen resmi sermaye ise 20 milyar dolar düzeyindedir. IMF ile yapılan standby anlaşmaları Türkiyenin son olarak 2013 yılında 10 milyar dolarlık borcunu da ödemesi ile son bulmuştur. Hâlihazırda IMF ile herhangi bir standby anlaşması bulunmamaktadır.

### **3.2. TÜRKİYE'DE ÖZEL SERMAYE AKIMLARI**

#### **3.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**

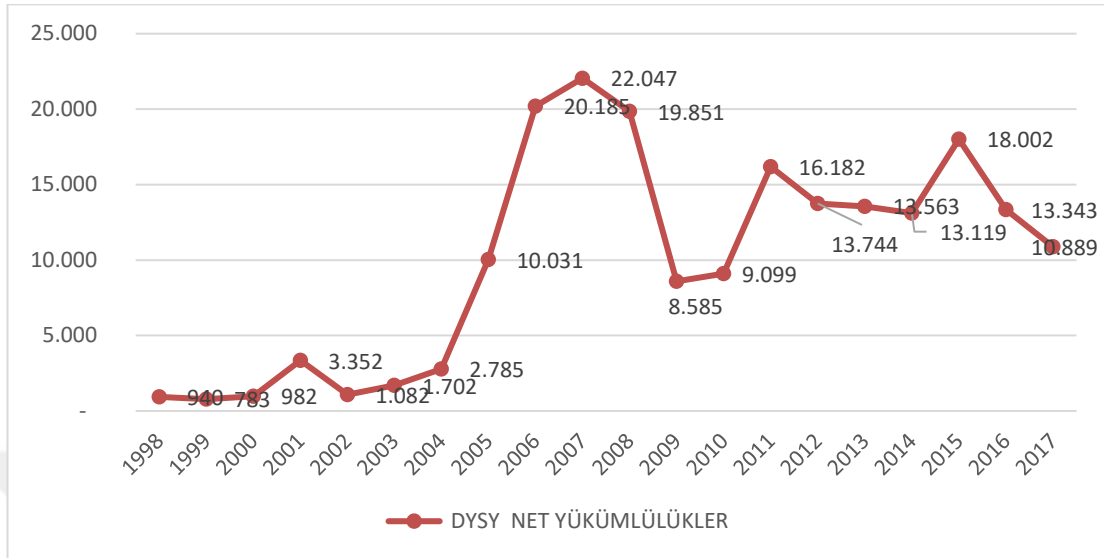
Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları 24 Ocak 1980 kararları ile geniş ölçüde teşvik edilmiş olmasına rağmen ancak 1983 yılı genel seçimler sonrasında yeni hükümetin iktidara gelmesiyle artış göstermiştir. Bu dönemde DYSY konusunda yapılan mevzuat değişiklikleri, yabancı yatırımlarda hiç görülmediği kadar bir artışa imkân

sağlamıştır. 1992 sonrasındaki siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar ve kötüleşen ekonomi nedeniyle DYSY’lerde düşüş trendi başlamış ve 1994 Ekonomik Kriziyle birlikte iyice azalmıştır. 1996 yılında yürürlüğe giren Gümrük Birliği Anlaşması ile sermaye girişlerinde beklenen yükseliş maalesef gerçekleşmemiştir. 1997’de Güneydoğu Asya’da başlayan ve Rusya’da patlak veren krizin etkisiyle DYSY’ler dip seviyelere inmiştir. 1999’da yaşanan deprem, önemli sanayi bölgesi olan Marmarayı vurmuş ve DYSY’ler daha da gerilemiştir. 1999 yılı sonunda IMF ile Standby anlaşmasının imzalanması ve “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile enflasyon ve faiz oranları başarılı bir şekilde düşürülmüş ve buna bağlı olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında yeniden canlanma başlamıştır. Ancak 2001 Krizi ile yeniden dip yapmıştır. 2002’de yılı genel seçimleri sonucunda iki partili meclis ve tek partili hükümetin yapısı ve Türkiye’nin AB’ye üyelik sürecinde göstermiş olduğu performans yabancı yatırımcıların dikkatini bir kez daha Türkiye üzerinde yoğunlaştırmıştır. 2003 ve izleyen yıllarda Türkiye’ye giren DYSY miktarı hayal edilmesi mümkün olmayan rakamlara ulaşmıştır. Türev piyasalarda kredi imkânının genişlemesinin DYSY’deki artışta önemli etkisi olmuştur (Güven, 2008: 79-80).

Türkiye’de serbestleşme sonrasında DYSY’lerde artışlar söz konusu olsa da bu tutarlar sınırlı bir düzeyde kaldığından önemli bir kaynak artışı sağlamamıştır. 2004 yılından sonraki dönemde ise doğrudan yabancı sermaye akımlarında düzenli bir artış eğilimi dikkat çekmiştir.

Şekil 3.1.’de görüldüğü gibi 2004 yılında 2,7 milyar dolar olan doğrudan yatırımlar, 2007 de 22 milyar dolara yükselmiştir. 2007 yılında doğrudan yatırımlarda en büyük pay, hizmetler sektörüne (bankacılık) aittir. O dönemde yapılan özelleştirme uygulamaları ile yabancıların yurt içinde gayrimenkul alımları bu artışlardan etkilenmiştir. 2008 yılında tüm Dünya’da etkisini gösteren küresel mali kriz etkisini DYSY’lerde de göstermiş ve yatırım girişi 19,8 milyar dolara gerilemiştir. Krizin etkisi asıl olarak 2009 yılında kendini göstermiş ve yatırım girişi yaklaşık %60 daralarak 8,5 milyar dolar düzeyine gerilemiştir. 2011 yılı ile birlikte tekrar yükseliş trendine giren DYSY girişleri 2012-2017 döneminde inişli-çıkışlı bir eğilim göstermiştir 2015 yılında 18 milyar dolar ile 2008 sonrasındaki en yüksek seviyesine ulaşan yatırım girişleri 2016 ve 2017 yıllarında aşağı doğru iniş trendine girerek 2017 yılı sonunda 10,9 milyar dolar

olarak gerçekleşmiştir. DYSY'lerin yıllara göre net yükümlülük oluşumları aşağıdaki gibidir.



**Şekil 3.1.** Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (1998-2017) (Milyon \$)

### 3.2.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları genellikle devlet tahvilleri, hazine bonoları ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senetlerinin satın alınması amacıyla yurt dışından ülkeye transfer edilen sermaye olarak tanımlanabilir. Portföy yatırımcısının öncelikli ilgi alanı sermayenin güvende olması ve getirisidir. Doğrudan yatırımlarda ülkeye sermaye ile birlikte üretim teknolojisi de gelmekteyken portföy yatırımlarında yatırımcı sermayeden başka bir şey getirmemektedir.

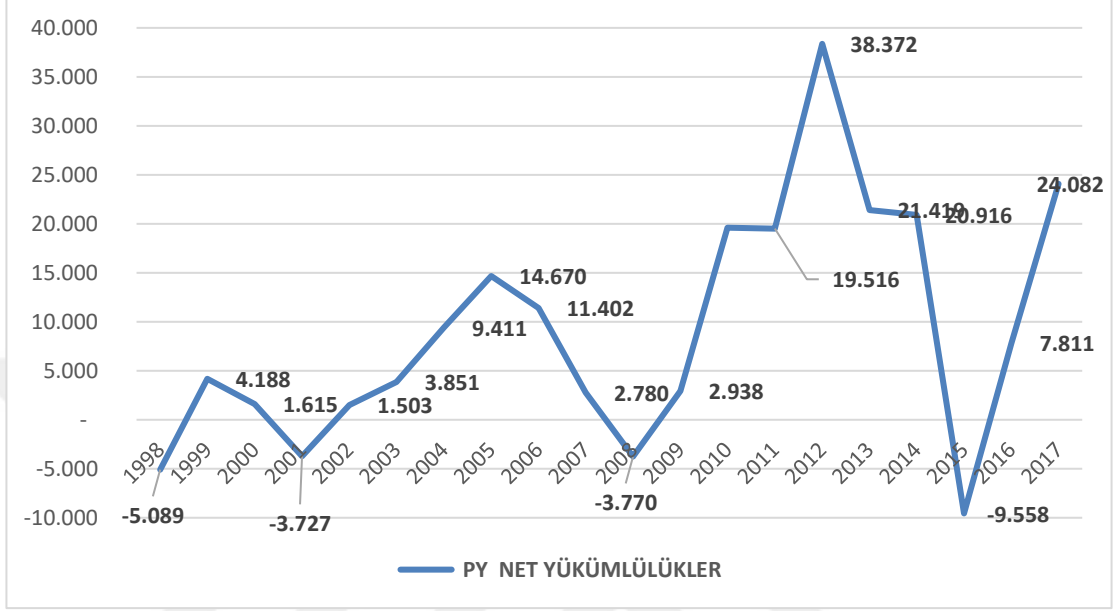
Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisindeki portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar kısmında yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul alım ve satımları gösterilmektedir. Varlıkların (-) bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satımlardan fazla olduğunu, (+) bakiye vermesi ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık yer almaktadır. Bunlardan birincisi bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlandığı miktarlar, diğeri ise yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım satımlarıdır (Kar ve Kara, 2003: 8).

Yabancı yatırımlar, bir ekonominin sermaye piyasasında yatırımcı tabanının genişlemesi, piyasaların derinlik kazanmasına katkıda bulunmasının yanı sıra yeni sermaye akımı sağlamaları bakımından da önemlidir (Açıklalın ve Ünal, 2008: 41).

Portföy yatırımları Türkiye'ye 1986'da girmeye başlamış ve 1989'da yürürlüğe konulan 32 sayılı Kararla yatırımların hacminde önemli artışlar olmuştur. 1986-1989 döneminde ülkeye giren net portföy yatırımları 2,9 milyar dolar seviyesindeyken 1993 yılında maksimum seviyesine ulaşarak 3,9 milyar dolar olmuştur. Bu artışın 3,7 milyarlık bölümü kamu ağırlıklı tahvil borçlanmasından kaynaklanmıştır. Ancak 1994 kriziyle, portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında küçülerek ve 1,2 milyar dolara gerilemiştir. Ülkemizden en yüksek miktarda portföy yatırım çıkışı Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle 1998'de yaklaşık 6,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bunun önemli kısmı yabancıların menkul kıymet çıkışından kaynaklanmıştır. Benzer senaryo maalesef 2001 yılında da gerçekleşmiştir (Kar ve Kara, 2003: 8-9).

2001 yılı finansal krizi sonrası dönemde portföy yatırımları önceki döneme göre ciddi bir artış göstermiştir. Türkiye'nin makroekonomik durumundaki iyileşme, AB ve IMF ilişkilerinin olağan seyrinde ilerlemesi uluslararası piyasalarda Türkiye'ye güveni artırmış ve Hazine daha rahat borçlanabilmiştir. 2003-2005 döneminde yabancıların hisse senetlerine olan ilgisi oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. 2007'de başlayan ve 2008'de etkisini gösteren olumsuz tablo ile PY'lerde 3,7 milyar dolarlık bir çıkışla sonuçlanmıştır. Dünya'da yaşanan likidite krizine bağlı olarak DİBS'lerdeki çıkış bu sonucun meydana gelmesinde etkili olmuştur.

2009'da tekrar toparlanma sürecine giren yatırımlar 2010 ve 2011 döneminde 20 milyar dolarlara yaklaşırken 2012'de 2 kat artış göstererek 38 milyar düzeyine yükselmiştir. İstikrarsız bir seyir izleyen PY'ler 2015'te yaklaşık 10 milyar dolar çıkışla dramatik bir iniş azalış göstermiş, sornasında toparlanma sürecine girerek 2017 yılı itibariyle 24 milyar düzeyinde gerçekleşmiştir. Portföy yatırım girişleri Şekil 3.2.'de görüldüğü gibidir.



**Şekil 3.2.** Türkiye’de 1998-2017 Dönemi Portföy Yatırımları (Milyon \$)

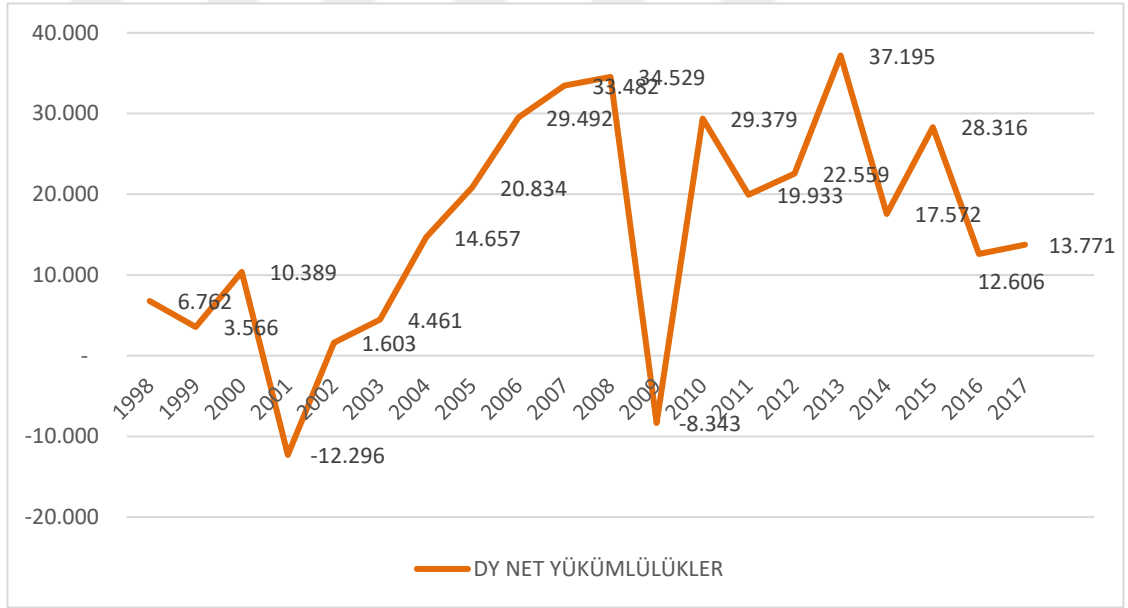
### 3.2.3. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar, TCMB’nin yayımlanmış olduğu ödemeler dengesi hesaplarında; doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketlerinden oluşan yatırımlar olarak tanımlanmıştır. Diğer yatırımların varlıklar kaleminde; yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilere açtığı ticari ve nakit krediler ve bankaların yurtdışı muhabirleri nezdindeki döviz varlıkları izlenmektedir. Yükümlülükler kısmında ise: yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşiklerden temin ettikleri ticari ve nakit krediler ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve bankalar nezdinde yurtdışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları izlenmektedir.

Diğer yatırımlar özellikle yatırımların finansmanında yurt dışından önemli bir finansal kaynaktır. Kredi hacminde sağladığı genişleme ve sonucunda yatırımların finansmanında oynadığı rol, bu tür yatırımlara özellikle GOÜ’lerde önem verilmesine neden olmuştur. Türkiye’de DY’ler hacim olarak 1990-2000 arası 5 milyar civarında



bir ortalama giriş göstermiştir. DY'lerin ülkeye girişinde sıçrama 2004 yılından itibaren gerçekleşmiş ve çift haneli değerlere ulaşmıştır. Ülkedeki ve küresel düzeyde istikrarlı bir ekonomik yapı, enflasyon oranlarındaki kırılganlığın azalması ve son olarak yabancı bankaların yurt içi banka ortaklıkları kredi hacmini 2004-2008 arasında artırarak 33 milyar dolar düzeyinde bir değere ulaştırmıştır. 2009 da yaşanan finansal krizi ve finansman açığı kredi kapasitesini olumsuz yönde etkilemiş ve DY'leri 2001 yılındaki seviyesine düşürmüştür. Küresel piyasadaki istikrarın tesisi ve Türkiye'de geleceğe dönük pozitif beklentiler sonucu diğer yatırımların ilerleyen dönemde tekrar yükseliş trendine gireceği tahmin edilmektedir. 2008 yılı sonrasında tekrar toplanma sürecine giren DY'ler 2013'te 37 milyar dolar seviyesini görmüştür. İnişli çıkışlı bir trend izleyen diğer yatırımlar 2016'da 12,6 2017 yılında ise 13 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer yatırım girişlerine ilişkin veriler Şekil 3.3.'deki gibidir.



Şekil 3.3. Türkiye'de 1998-2017 Dönemi Diğer Yatırımlar (Milyon \$)

### 3.1. TÜRKİYE ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ANALİZ

#### 3.1.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Küreselleşme olgusu, ekonomik sınırları ortadan kaldırarak, finansal varlıkların dünya genelinde kolayca hareket etmesine imkân sağlamıştır. Bu akışkanlık, tasarruf

düzeyi düşük olan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında önemli bir faktör olarak görülmüştür.

Finansal serbestleşmeyi savunan iktisatçılar ülke ekonomilerinin bu sayede büyüyeceğini öne sürerken, karşıt görüştekiler ekonomik istikrarsızlık ve kriz riskine vurgu yapmışlardır. Teorik tartışmalar devam ederken serbestleşmenin büyüme üzerindeki etkisi ampirik çalışmalara konu olmuş ve ekonometrik modeller yardımıyla izah edilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmadaki amaç; finansal açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin Türkiye özelinde bir ekonometrik model kurularak analiz edilmesidir. Türkiye üzerine daha önce yapılan analitik çalışmaların sonuçlarına bakıldığında; finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi konusunda tam bir litaretür birliği bulunmadığı anlaşılmaktadır. Yapılan bu çalışmanın, serbest piyasa ekonomisiyle işleyen Türkiye’de özellikle finansal serbestleşme ekonomik büyüme tartışmalarına analitik açıdan bir katkı sağlayacağı beklenmektedir.

### 3.1.2. Araştırmanın Kapsamı

Çalışmada Türkiye için 1998-2017 dönemine ait üçer aylık zaman serileri kullanılmıştır. Uygulamanın verileri; reel GSYİH, ticari açıklık oranı ve finansal açıklık oranı değişkenlerine ait zaman serisi verilerinden oluşmaktadır. Türkiye’de finansal serbestleşmenin 1989 yılında başlamış olması nedeniyle bu tarih sonrası verilerin çalışma amacına uygun olduğu varsayılmıştır. Ancak çalışma döneminin 1998:1-2017:4 periyodu ile sınırlı tutulması önceki yıllara ait reel GSYİH verilerine ulaşma zorluğundan ve GSYİH hesaplama metodundaki değişiklikten kaynaklanmaktadır. Çalışmada kullanılan reel GSYİH, finansal ve ticari dış açıklık serileri dolar cinsinden alınmıştır.

Reel GSYİH serisi Census X-12 yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmış daha sonra doğal logaritması alınarak işlemlere devam edilmiştir. Aizenman tarafından yapılan çalışma esas alınarak, literatürde genel kabul görmüş olan şekilleriyle ticari dış açıklık oranı;  $[(\text{ihracat} + \text{ithalat}) / \text{GSYİH}]$  ve finansal dış açıklık oranı;  $[(\text{gayri safi sermaye girişi} + \text{gayrisafi sermaye çıkışı}) / \text{GSYİH}]$  şeklinde hesaplanmıştır (Aizenmann, 2004: 372-386). Ticari dış açıklık ve finansal dış açıklık serileri için de seriler önce

Census X-12 yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmış daha sonra oluşturulmuştur.

Verilerin derlenmesinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, TÜİK ve OECD İstatistiklerinden yararlanılmıştır. Veri seti analizinde E-Views 9 ekonometrik analiz paket programından yararlanılmıştır.

### 3.1.3. Yöntem

Çalışmada ticari ve finansal dışa açıklık değişkenleri ile reel GSYİH arasındaki ilişki tahmin edilmeden önce değişkenlerin zaman serisi özelliklerini incelemek için durağan olup olmadıkları araştırılmıştır. Zaman serisi analizlerinin uygulanabilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Durağan olmayan serilerle çalışılması aslında var olmayan ilişkiler ortaya koyarak sahte regresyon problemi ile karşılaşılmasına sebep olabilmektedir. Bu durumda bulunan ilişkiler ise gerçeği yansıtmayacaktır (Gujarati, 1999: 737-762).

Serilerin durağanlığının araştırılmasında serilerdeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarını göz önüne alan ve t-istatistiklerini non parametrik olarak düzelten bir birim kök testi olan Phillips-Perron (PP) birim kök analizi kullanılacaktır. Zaman serilerinin otokorelasyon sorununu barındırdığı göz önüne alındığında bu test zaman serisi verileri için uygun bir test özelliği taşımaktadır. Öte yandan serilerde yapısal kırılma olabileceği göz önünde bulundurularak Vogelsang ve Perron Yapısal Kırılmalı ADF Birim Kök Testi uygulanmıştır.

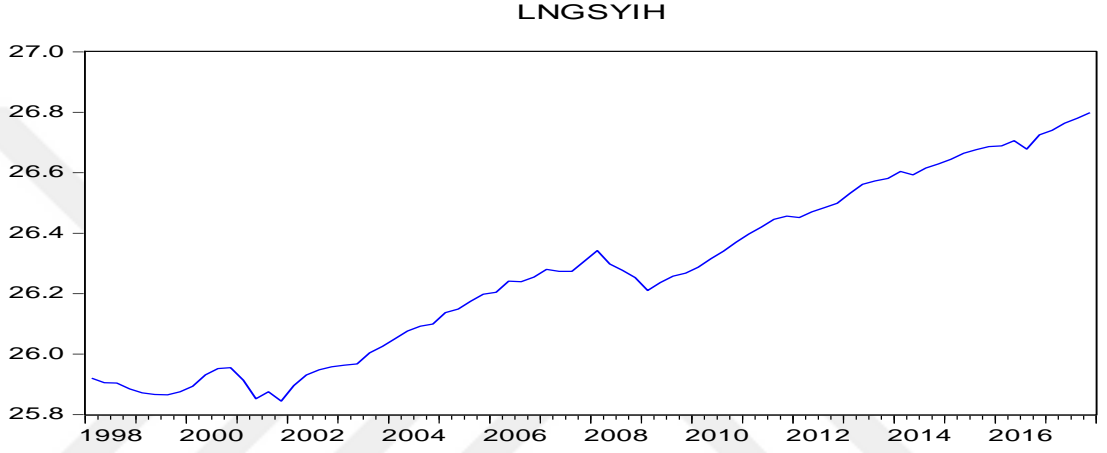
Birim kök testleri sonucunda serilerin durağanlık düzeyleri farklı olduğundan ARDL Sınır Eşbütünleşme Testi Pesaran Sınır Testi ile değişkenlerin aralarında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı test edilmiştir (Pesaran, 2001: 289-326). Ayrıca sınır testi yaklaşımının düşük sayıda gözlemi içeren verilerle de sağlıklı sonuçlar verdiği bilindiğinden çalışmada bu yöntem kullanılmıştır (Narayan, 2005: 1979-1990). Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin bulunması gerçek bir uzun dönemli ilişki anlamına gelmektedir. Uzun dönemli ilişkinin varlığının tespiti sonucunda kısa dönemli dinamiklerin tespiti için hata düzeltme modeli kurulmuştur.

Seriler arasında uzun dönemli ilişkinin tespit edilmesine bağlı olarak değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi ve yönü, "Toda-Yamamoto Nedensellik Testi" yardımıyla

araştırılmıştır. Bu yöntemin kullanılmasının sebebi serilerin farklı derecelerde durağan olmasıdır.

### 3.1.4. Analiz

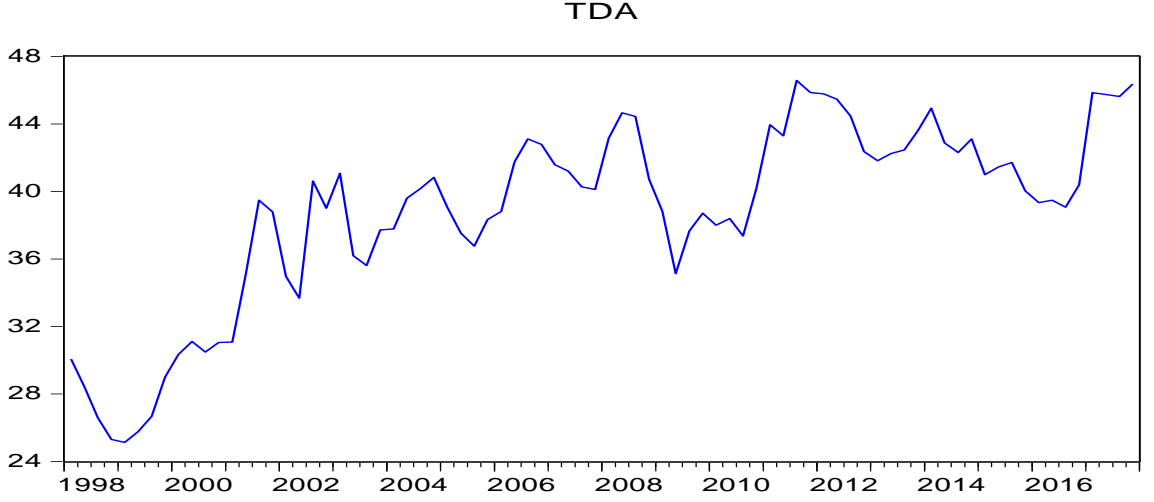
Verilerin durağanlıklarının test edilmesinden önce serilerde mevsimsellik bulunup bulunmadığı incelenmelidir. Bu amaçla değişkenleri oluşturan her bir veri seti ayrı ayrı olmak üzere mevsimsellikten arındırma işlemine tabi tutulmuş ve mevsimsellikten arındırılmış seriler ile değişkenler oluşturulmuştur.



Şekil 3.4. Doğal Logaritması alınmış Reel GSYİH Serisinin Grafiği

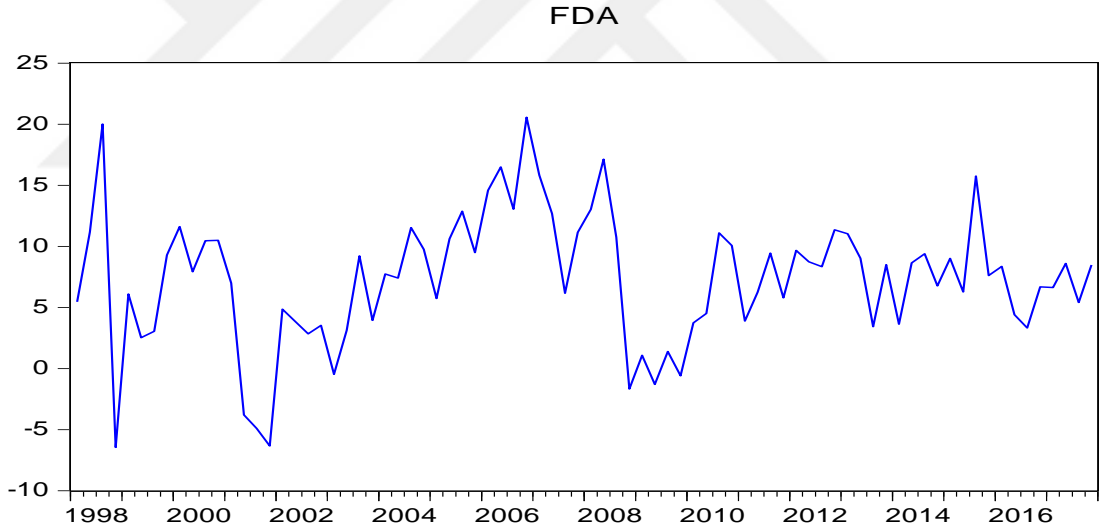
Şekil 3.4. 'te görüldüğü üzere doğal logaritması alınmış reel GSYİH serisinde mevsimsellik görülmemektedir. Zaten kullanılan reel GSYİH serisi mevsimsellikten arındırılmış seridir. Doğal logaritması alınmış GSYİH serisi (LN<sub>GSYİH</sub>) incelendiğinde seride kırılmaların olduğu görülmektedir.

Ticari dış açıklık serisinin grafiği ise Şekil 3.4.'de verilmiştir. Bu seride de mevsimsellik olmadığı görülmektedir. Bunun nedeni, Ticari dış açıklık serisi oluşturulmadan önce bu seriyi oluşturan ithalat, ihracat ve GSYİH serileri mevsimsellikten arındırılmış olmasıdır. Mevsimsellikten arındırılan seriler kullanılarak ticari dış açıklık serisi oluşturulmuştur.



**Şekil 3.5.** Ticari Dış Açıklık (TDA) Serisinin Grafiği

Finansal dış açıklık serisi ise Şekil 3.5. 'te gösterilmektedir. Ticari dış açıklık serisinde olduğu gibi burada da seriler önce mevsimsellikten arındırılmış sonra finansal dış açıklık serisi oluşturulmuştur.



**Şekil 3.6.** Finansal Dış Açıklık (FDA) Serisinin Grafiği

#### 3.1.4.1. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi

Türkiye'de ticari ve finansal dış açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi tahmin etmek için Phillips-Perron (PP) birim kök testi uygulanarak model tahmininde yer alacak serilerin durağan olup olmadıkları ve durağanlık seviyeleri araştırılmıştır. PP birim kök testi hata terimlerinin zayıf derecede bağımlılığına ve heterojen olarak dağılımına

izin vermektedir. Bu sayede otokorelasyon problemi ortaya çıkmamaktadır (Walter, 2004: 1-26).

Phillips-Perron için birim kök testi regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$y_t = \mu + \alpha y_{t-1} + u_t$$

$$y_t = \mu + \beta \left( t - \frac{1}{2} T \right) + \alpha y_{t-1} + u_t$$

Burada T gözlem sayısını  $u_t$  hata terimlerinin dağılımını göstermekte olup bu hata teriminin beklenen değeri sıfıra eşittir ( $E(u)=0$ ). Fakat burada içsel bağıntının olmadığı veya homojenlik varsayımı gerekli değildir.

PP yaklaşımı otokorelasyonun bilinmeyen etkilerinin varlığını ve hata terimindeki şartlı değişen varyans durumunu dikkate alır ve serisel ilişki için parametrik olmayan bir düzeltme kullanılır.

Bir serinin durağanlığı serinin beklenen değerinin, varyansının ve kovaryansının zamandan bağımsız olmasını ifade eder. Bir diğer ifadeyle durağanlık zaman serisinin kendi aritmetik ortalaması etrafında dalgalanmasıdır. LNGSYİH serisine ait hipotez aşağıdaki gibidir. Benzer hipotezler TDA ve FDA serileri için de kurulmuştur.

$H_0$ = LNGSYİH serisi birim kök içermektedir.

$H_1$ = LNGSYİH serisi birim kök içermemektedir.

PP birim kök testi sonuçları Tablo 3.1’de sunulmuştur.

**Tablo 3.1.** Philips Perron Birim Kök Analizi Sonuçları

Değişken Adı	Seviye Değerleri		1. Fark Değerleri	
	Sabitli	Sabitli/Trendli	Sabitli	Sabitli/Trendli
LNGSYİH	0.8431	-3.0656	-7.1609***	-7.2401***
TDA	-1.5842	-2.6691	-8.7028***	-8.8374***
FDA	-5.3638***	-5.3589***		
Kritik Değerler				
a=%1	-3.5155	-4.0784	-3.5166	-4.0800
b=%5	-2.8986	-3.4677	-2.8991	-3.4684
c=%10	-2.5866	-3.1606	-2.5868	-3.1610

Tabloda LNGSYİH doğal logaritması alınmış reel gayri safi yurtiçi hâsıla, TDA ticari dış açıklık oranı, FDA finansal dış açıklık oranını temsil etmektedir.

\*\*\* %1 anlamlılık düzeyinde durağanlığı göstermektedir.

1998:Q1-2017:Q4 dönemi için çalışmada kullanılan değişkenlerden LNGSYİH ve TDA, düzey itibariyle birim kök içermektedirler ve bu nedenle durağan değillerdir.

Bununla birlikte Tablo 6’da bu iki değişkenin %1 önem düzeyinde birinci farkları [I(1)] ile durağan hale geldikleri yani birim kök içermedikleri gözlenmektedir. FDA serisi ise %1 önem seviyesinde düzeyde durağan [I(0)] olarak bulunmuştur.

### 3.1.4.2. Vogelsang ve Perron Yapısal Kırılmalı ADF Birim Kök Testi

Durağanlığın test edilmesinde serideki yapısal kırılmaların önem arz ettiği bilinmektedir. Türkiye ekonomisinde çalışmaya dâhil edilen dönemler içinde 1998-1999, 2001 ve 2008 krizlerinin varlığı bilinmektedir. Serilerin grafiklerinden de görüldüğü üzere (Şekil 8 ve 10) yapısal kırılmaların var oluşu nedeniyle serinin durağanlığı Phillips Peron birim kök testine alternatif olarak Vogelsang ve Perron tarafından geliştirilen yapısal kırılmalı ADF testi ile de incelenmiştir (Vogelsang ve Perron, 2008: 1073-1100). Bu testin hipotezleri;

$H_0$ = Yapısal kırılmalar varken seri durağan değildir.

$H_1$ = Yapısal kırılmalar varken seri durağandır.

Bu hipotezleri test etmek için gerekli olan kritik değerlere; Vogelsang (1993) çalışmasından ulaşılabilmektedir. Bu çalışmada yapısal kırılmaları test etmek için Vogelsang ve Perron (1998) yapısal kırılmalı ADF birim kök testi kullanılmış ve testin sonuçları Tablo 3.2.’de sunulmuştur.

**Tablo 3.2.** Vogelsang ve Perron Yapısal Kırılmalı ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Vogelsang ve Perron ADF Test İstatistiği	Kritik Değerler			Yapısal Kırılma Tarihi
		%1	%5	%10	
LNGSYİH	-3,9352	-5,719131	-5,175710	-4,893950	2008:Q1
TDA	-4,8031	-5,719131	-5,175710	-4,893950	2003:Q1
FDA	-6,3013***	-5,719131	-5,175710	-4,893950	2008Q2
$\Delta$ LNGSYİH	-7,9398***	-5,719131	-5,175710	-4,893950	2009:Q1
$\Delta$ TDA	-8,7826***	-5,719131	-5,175710	-4,893950	2001:Q3

**Not:** Gecikme uzunlukları Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) kullanılarak belirlenmiştir. Düzey değerlerinde de birinci fark değerlerinde de sabitli ve trendli (additive outlier) modeller kullanılmıştır.\*\*\*; %1 anlamlılık düzeyinde durağanlığı göstermektedir.  $\Delta$ ; serilerin birinci farkını ifade etmektedir.

Tablo 3.2.'deki sonuçlar Tablo 6'daki sonuçları destekler niteliktedir. Bu serilerden LNGSYİH serisi ile Ticari Dış Açıklık (TDA) serisi düzeyde durağan değilken, finansal dış açıklık serisinin ise düzeyde durağan olduğu görülmektedir. Yani bu durumda LNGSYİH serisi ve TDA serisi için  $H_0$  hipotezi kabul edilirken, FDA serisi için  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Ancak LNGSYİH ve TDA serilerinin birinci farkları alındığında, her iki seri için de  $H_0$  hipotezinin reddedildiği ve serilerin birinci farklarının durağan olduğu sonucuna varılmıştır. Sonuç olarak LNGSYİH ve TDA serileri  $I(1)$  yani birinci sıra fark durağan serilerdir. FDA serisi ise  $I(0)$  yani düzeyde durağan bir seridir. Bu durumda serilerin düzey değerleri ile yapılacak regresyon tahminleri sahte regresyon sorunu içerecektir.

### 3.1.4.3. Eşbütünleşme Testi

Yapılan birim kök testleri sonucunda değişkenlere ait serilerin farklı dereceden durağan oldukları tespit edilmiştir. Hem ADF testi hem de Vogelsang ve Perron yapısal kırılmalı ADF testi benzer sonuçları vermektedir. Bu nedenle sahte nedensellik ilişkisinin önüne geçebilmek amacıyla "Pesaran (2001) Sınır Eşbütünleşme Testi" yapılmıştır. ARDL yaklaşımında eğer değişkenlerden birinin birim kök derecesi  $I(1)$ 'den büyük ise, Pesaran vd. (2001) ve Narayan (2005) tarafından bulunan kritik değerler kullanılamaz (Öztürk ve Acaravcı, 2013: 262-267). Kritik değerler  $I(1)$  ve  $I(0)$  temelli oluşturulmuştur. Yapılan birim kök testleri sonucunda ARDL sınır testi yaklaşımının varsayımlarının sağlandığı görülmüştür.

ARDL Sınır Modeli kurulurken krizlerin varlığının da modele dâhil edilmesi için bir kukla (dummy) değişken modele dâhil edilmiştir. İncelenen dönemlerde üç kriz meydana gelmiştir. Krizler 1998-1999 krizi, 2001 krizi ve 2008 ekonomik krizleridir. Bu nedenle kriz değişkenlerini temsilen krizin etkili olduğu dönemlere 1 diğer dönemlere ise 0 atanarak bir kukla değişken oluşturulmuştur.

$$\text{Kukla (Dummy)} \begin{cases} 1, & \text{Krizin var olduğu dönemler,} \\ 0, & \text{Kriz olmayan dönemler,} \end{cases}$$

ARDL sınır eşbütünleşme testi yapılmadan önce gecikme uzunluklarının belirlenmesi gerekmektedir. Gecikme uzunluğunun tespiti için Akaike, Schwarz ve



Hannan-Quinn gibi kritik değerlerden faydalanır ve bu değerlerin en küçük olanı gecikme uzunluğu olarak seçilir. Ancak küçük olan bu değerın gecikme uzunluğu ile oluşturulan modelin hem otokorelasyon hem de değişen varyans sorunu içermemesi gerekmektedir. Modelin otokorelasyon sorunu içermesi sapmalı tahminlere yol açarken değişen varyans sorunu ise etkin olmayan tahminlere yol açacaktır. Bu nedenle öncelikle otokorelasyon sorunun ortadan kaldırılması gerekmekte değişen varyans sorunu ise eğer yapılan düzeltmeler sonucunda da ortadan kalkmıyor ise göz ardı edilebilmektedir. Uygun gecikme uzunluğu ile oluşturulan model otokorelasyon sorunu içeriyorsa ikinci en küçük olan kritik değer gecikme uzunluğu olarak seçilmelidir. Eğer bu sorun devam ediyorsa sorun ortadan kalkıncaya kadar bu işleme devam edilmelidir.

ARDL testi oluşturulurken lineer trendli ve sabitli model seçilmiş ve gecikme uzunluğu otomatik olarak belirlenmiştir. Sabitli ve trendli model seçilmesinin sebebi oluşturulan ARDL modelinde sabit ve trendin istatistiksel olarak anlamlı bulunmasıdır. Modele trend ve sabit eklendiğinde katsayılarında anlamlılıkları artmaktadır. Gecikme uzunluğunun tespit edilmesinde ise Schwarz bilgi kriteri (SC) bilgi kriteri kullanılmıştır. SC bilgi kriteri her zaman en sade modeli seçmeye odaklanır. Modelde aşırı uyum (overfit) sorunu yaşamamak amacıyla bu çalışmada SC bilgi kriteri seçilmiştir. Kullanılan değişkenler çeyreklik veriler olduğundan dolayı gecikme uzunluğu maksimum sekiz olarak alınmıştır.

#### 3.1.4.4. ARDL Modeli

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin incelenmesi için ARDL modeli aşağıdaki gibi kurulmuştur. Gecikme sayılarının belirlenmesi için Schwarz bilgi kriterinden yararlanılmıştır.

$$\begin{aligned} \ln GSYİH_t = & \omega + n_0 \ln gsyih_{t-1} + n_1 TDA_{t-1} + n_2 FDA_{t-1} + \\ & \sum_{j=1}^p \beta_{1j} \Delta \ln gsyih_{t-j} + \sum_{j=0}^p \beta_{2j} \Delta TDA_{t-j} + \sum_{j=0}^p \beta_{3j} \Delta FDA_{t-j} + \gamma_1 DUMMY + e_t \end{aligned} \quad (1)$$

ARDL (p, q, m) modelinde;

$$\omega = \beta_0 + \theta \alpha_0 \quad , \quad n_0 = \theta \quad , \quad n_1 = -\theta \alpha_1 \quad , \quad n_2 = -\theta \alpha_2 \quad \text{olarak hesaplanmaktadır.}$$

ARDL testinin sonuçları Tablo 3.3’de verilmiştir.

Kukla değişken çoklu doğrusallık sorunundan kaçınmak amacıyla sabit regressör olarak modele dâhil edilmiştir.

**Tablo 3.3.** Seçilmiş ARDL(1,0,0) Modelinin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	T İstatistiği
LNGSYİH(-1)	0.739233	17.10540
TDA	-0.001789	-2.982106
FDA	0.001507	3.505880
DUMMY	-0.025296	-4.556999
C	6.785958	6.065404
@Trend	0.003454	6.023443
Test Sonuçları		
R <sup>2</sup>	0.997112	
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.996914	
LM Testi	0.358830 [0.6998]	
Jarque Bera	4,383257 [0,111735]	
White Testi	1.435803 [0.1457]	
Ramsey Reset	1.400680 [0.1656]	

LM Testi, Jarque Bera, White, Ramsey Reset sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınaması istatistikleridir.

ARDL modelinin geçerli olabilmesi için modelin öncelikle otokorelasyon sorunu içermemesi gerekmektedir. Aynı zamanda değişen varyans sorunu olmaması da modelin ekonometrik olarak etkin tahminler vermesini sağlayacaktır. Bu nedenle modelin ekonometrik varsayımlarının testi aşağıda yapılmıştır.

### 3.1.4.5. Breusch-Godfrey Sıra Otokorelasyon Testi (LM Testi)

Modelde hata terimlerinde otokorelasyonun varlığı Breusch – Godfrey LM testi ile test edilmiştir. Kurulan hipotezler;

H<sub>0</sub>: Modelde birinci sıra otokorelasyon yoktur.

H<sub>1</sub>: Modelde birinci sıra otokorelasyon vardır.

F-istatistiği =0.358830, p-değeri = 0.6998>0.05 olduğu için H<sub>0</sub> (Yokluk Hipotezi) kabul edilecektir ve istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde modelde birinci sıra otokorelasyon yoktur.

Obs\*R – kare = N\*R – kare = 0.790533, p-değeri = 0.6735>0.05 olduğu için H<sub>0</sub> (Yokluk Hipotezi) kabul edilecektir ve istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde modelde birinci sıra otokorelasyon yoktur.

### 3.1.4.6. Jarque Bera Normallik Sınaması

Modelde normallik sınaması Jarque Bera test istatistiği ile test edilmiştir. Kurulan hipotezler;

$H_0$ : Artıklar normal dağılıma sahiptir.

$H_1$ : Artıklar normal dağılıma sahip değildir.

Jarque – Bera İstatistiği =4,383257 p-değeri = 0,111735>0.05 olduğu için  $H_0$  (yokluk hipotezi) kabul edilecektir ve istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde artıklar normal dağılıma sahiptir.

### 3.1.4.7. White Değişen Varyans Testi

Modelde değişen varyansın testi White testi ile yapılmıştır. Kurulan hipotezler;

$H_0$ : Artıklar sabit varyansa sahiptir.

$H_1$ : Artıklar değişen varyansa sahiptir.

F-istatistiği =1.435803 p-değeri = 0.1457>0.05 olduğu için  $H_0$ (Yokluk Hipotezi) kabul edilecektir ve istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde artıklar sabit varyansa sahiptir.  $Obs \cdot R - kare = N \cdot R - kare = 24.97837$  p-değeri = 0.1613>0.05 olduğu için  $H_0$  (Yokluk Hipotezi) kabul edilecektir ve istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde artıklar sabit varyansa sahiptir.

### 3.1.4.8. Ramsey Reset Testi

Modelde spesifikasyon yani tanımlama hatasının yapıp yapılmadığı Ramsey Reset testi ile test edilmiştir. Kurulan hipotezler;

$H_0$ : Model spesifikasyonu doğrudur.

$H_1$ : Model spesifikasyonu yanlıştır.

t-istatistiği = 1.400680 p-değeri = 0.1656>0.05 olduğu için  $H_0$  (yokluk hipotezi) kabul edilecektir ve istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde model spesifikasyonu doğrudur.

### 3.1.4.9. ARDL Sınır Eşbütünleşme Testi

Yukarıda yapılan testlerden anlaşıldığı üzere kurulan model herhangi bir ekonometrik sorun içermemektedir. Kurulan modelin hata terimleri ise normal dağılmaktadır. Böylece, kurulan model ile çalışmaya devam edilebilmektedir.

ARDL Sınır Testi Modeline koşullu bir hata düzeltme modelinin (ECM) eşlik ettiği bilinmektedir. Aşağıdaki formülde görülen model geleneksel ECM modeline benzemektedir. Bu modelin ECM modelinden farkı hata düzeltme teriminin  $LNGSYİH_{t-1}$ ,  $FDA_{t-1}$ ,  $TDA_{t-1}$  terimleri ile yer değiştirmiş olmasıdır.

$$\Delta lgsyih = \beta_0 + \sum \beta_i \Delta lgsyih_{t-i} + \sum \gamma_i \Delta fda_{t-i} + \sum \delta \gamma_i \Delta tda_{t-i} + \theta_0 lgsyih_{t-1} + \theta_1 fda_{t-1} + \theta_2 tda_{t-1} + e_t \quad (2)$$

Sınır Testinde  $H_0 = \theta_0 = \theta_1 = \theta_2 = 0$  yokluk hipotezi  $H_1$  alternatif hipotezine karşı “F-test istatistiği” ile test edilmektedir. Bu testin amacı değişkenler arasında uzun dönem denge ilişkisinin yokluğunu tespit etmektir. Eğer  $LNGSYİH(-1)$ ,  $FDA(-1)$  ve  $TDA(-1)$  değişkenlerinin katsayıları sifıra eşit ise uzun dönem denge ilişkisi yoktur, ancak  $H_1$  hipotezinin kabulü gerçekleşir ise uzun dönem ilişkiden söz edilebilir.

Tablo 3.4.’te sınır testi sonuçları verilmiştir. Sınır testi için kritik değerler Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından F istatistik dağılımı kullanılarak oluşturulmuştur.

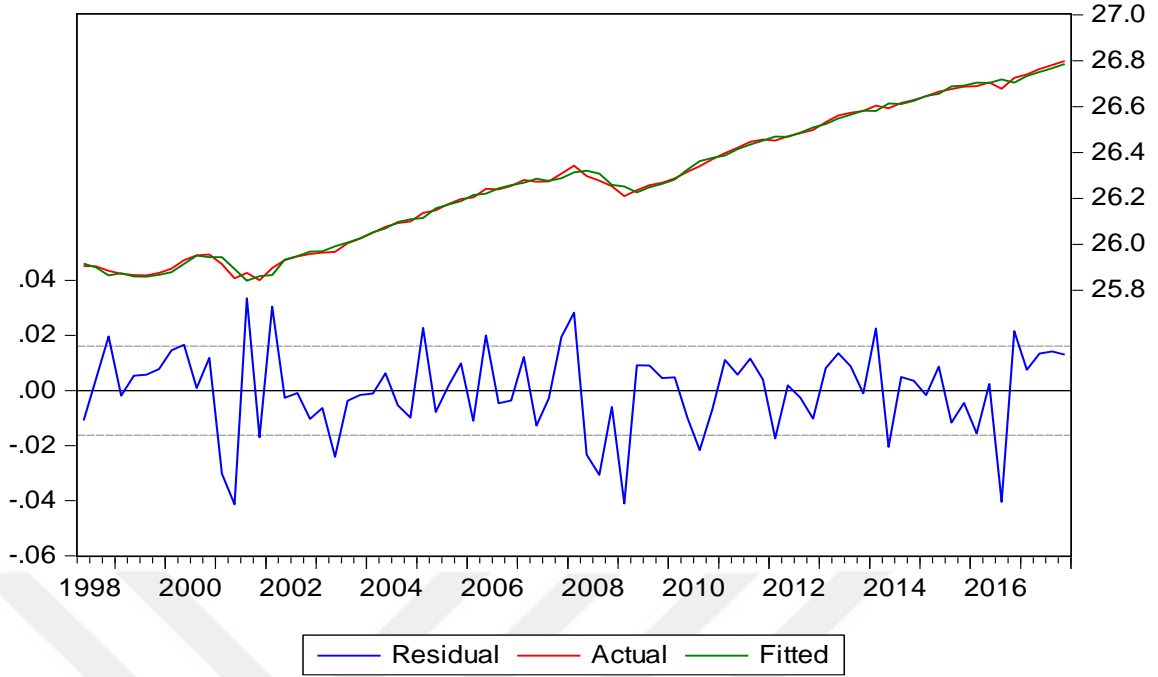
**Tablo 3.4.** Sınır Testi Sonuçları

k	F Testi	%1 Anlamlılık Düzeyinde Kritik Değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır
2	8.402119	6.34	7.52

k: denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd.(2001:300)’deki Tablo CI(V)’ten alınmıştır.

Tablo 3.4.’te görüldüğü üzere hesaplanan F istatistiği Pesaran’ın %1 anlamlılık düzeyi üst kritik değerini  $[I(1)]$  aştığı için seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir.  $H_0$  yokluk hipotezi, (eşbütünleşme ilişkisi yoktur) reddedilmiştir.

Şekil 3.7.’de ise bağımlı değişken ile denkleştirici denklem arasındaki uyuma bakılmıştır. Şekilde üstteki eğriler arasında uyum gözükmemekte olup bu durum eşbütünleşme ilişkisinin varlığını göstermektedir.



**Şekil 3.7.** Bağımlı Değişken ve Denkleştirici Denklem Arasındaki Uyum

Seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi tespit edildiğinden uzun ve kısa dönem ilişkileri belirlemek için ARDL (Autoregressive Distribution Lag) modeli kurulabilir. Eşbütünleşme ilişkisinin varlığının tespiti düzeltme katsayısı hızı tahmininin yapılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

### 3.1.4.10. Hata Düzeltme Modeli (ECM)

Eşbütünleşme ilişkinin tespitinden sonra uzun dönem ilişkisi için denge modelinin kurulması anlamlı olacaktır. Değişkenler arasında uzun dönem denge ilişkisi aşağıda gösterilmektedir.

$$\ln gsyih = a_0 + a_1 fda_{t-1} + a_2 tda_{t-1} + a_3 DUMM + v_t \quad (3)$$

ECM modeli ise Formül 4'de gösterilmiştir.

$$\Delta \ln gsyih = \beta_0 + \sum \beta_i \Delta \ln gsyih_{t-i} + \sum \gamma_i \Delta fda_{t-i} + \sum \delta \gamma_i \Delta tda_{t-i} + \vartheta DUMMY + coint(-1) + e_t \quad (4)$$

Gecikmiş artık terimler:

$$int(-1) = \ln gsyih_{t-1} - a_0 - a_1 fda_{t-1} - a_2 tda_{t-1} - a_3 DUMMY \quad (5)$$

formülü ile oluşturulur. Buradaki “a” katsayıları “En Küçük Kareler Yöntemi” ile elde edilmektedir.

**Tablo 3.5.** Kısa Dönem ilişki Model Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	T İstatistiği
DUMMY	-0.030332	-5.336802*
C	5.502159	4.325736*
@Trend	0.002818	4.337218*
TDA(-1)	-0.001791	-2.825642*
FDA(-1)	0.000385	0.802411*
LNGSYİH(-1)	-0.210561	-4.284076*

\*%1, \*\*%5, \*\*\*%10'da anlamlılığı gösterir.

Değişkenlerin aralarındaki kısa dönemli ilişkilerin araştırılması için ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli sonuçları Tablo 3.6.'da yer almaktadır.

**Tablo 3.6.** ARDL( 1,0,0) Yaklaşımına Dayalı Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	T İstatistiği
D(TDA)	-0.001789	-2.518920**
D(FDA)	0.001507	2.959986*
D(TREND)	-0.025296	-3.881269*
DUMMY	0.003454	5.476013*
Cointeq(-1)	-0.260767	-5.539601*

\*%1, \*\*%5, \*\*\*%10'da anlamlılığı gösterir.

Kısa dönem uyarılma sürecini anlayabilmek için hata düzeltme katsayısının (cointeq (-1)) işaretine ve büyüklüğüne bakılmalıdır. Katsayı 0 ile -1 arasında ise uzun dönem denge değerine tek düze bir şekilde yaklaşılır. Katsayı pozitif veya -2'den küçük ise dengeden uzaklaşıldığı, -1 ila -2 arasındaysa uzun dönem denge değerinin etrafında azalan dalgalanmalar sergilediğini ifade etmektedir (Alam, Quazi, 2003:97). Analizde, hata düzeltme değişkeninin katsayısı -0,26 olarak belirlenmiştir. Hata düzeltme katsayısı beklendiği gibi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bu sonuca göre uzun dönemde birlikte hareket eden seriler arasında kısa dönemde meydana gelen sapmalar ortadan kalkmakta ve seriler tekrar uzun dönem denge değerine yakınsamaktadır. Kısa dönemde meydana gelen sapmaların her dönem yaklaşık %26'sı ortadan kalkmaktadır. Bu yakınsama yaklaşık dört (4) dönem içerisinde gerçekleşmektedir (1/0,26=3,8).

Ticari dış açıklık ile büyüme arasında kısa dönemde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunurken finansal dış açıklık ile pozitif %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuca göre kısa dönemde ticari dış

açıklıkta meydana gelecek bir azalış büyüme üzerinde pozitif yönde bir etki yaratırken finansal dış açıklıkta meydana gelecek bir azalış büyümede azalmaya yol açacaktır.

$$Cointeq = LNGSYİ - (-0,0069 \times TDA + 0,0058 \times FDA - 0,0970 \times DUMMY + 26,0230 + 0,0132 \times @TREND) \quad (6)$$

### 3.1.4.11. Uzun Dönem İlişki Analizi

Uzun dönem ilişki katsayıları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\theta = n_0, \quad \alpha_1 = -\frac{n_1}{\theta}, \quad \alpha_2 = -\frac{n_2}{\theta}$$

ARDL (1,0,0) modelinin tahmin sonuçlarına göre hesaplanan uzun dönem katsayıları Tablo 12’de yer almaktadır.

**Tablo 3.7.** ARDL(1,0,0) Modelinden Elde Edilen Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	T İstatistiği
TDA	-0.006861	-2.634091**
FDA	0.005779	3.651878*
DUMMY	-0.097008	-3.219373*
C	26.023023	279.803438*
@TREND	0.013244	24.267536*

\*%1, \*\*%5, \*\*\*%10’da anlamlılığı gösterir.

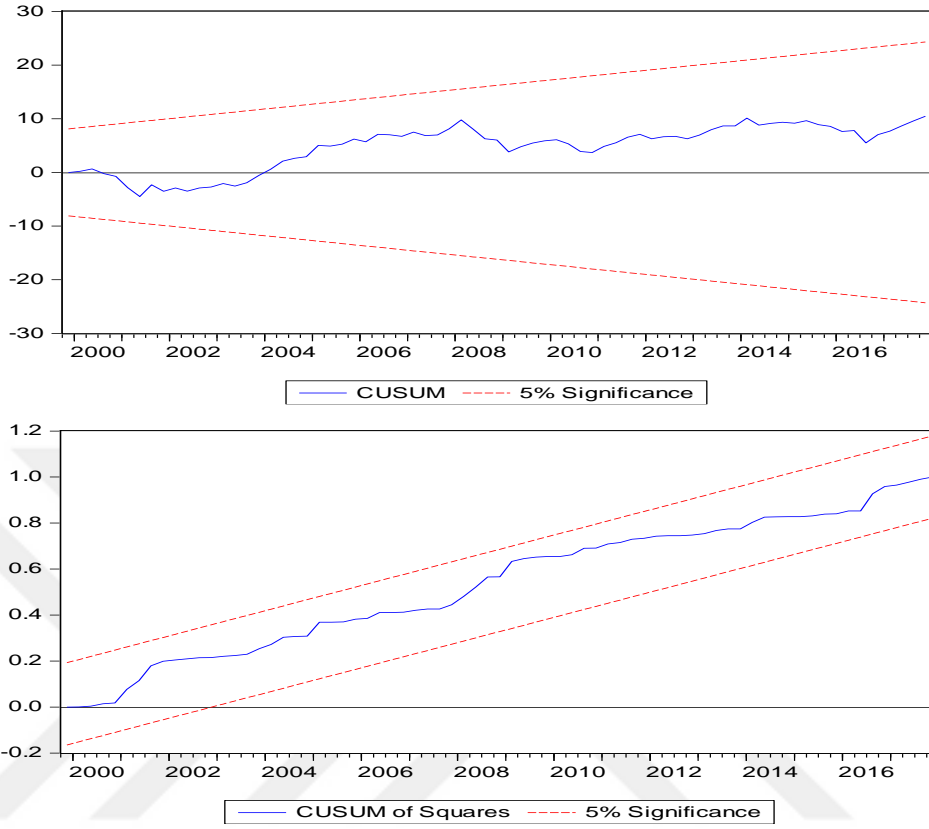
Tablo 3.7.’deki sonuçlar ekonomik büyüme ile ticari dış açıklık ve finansal dış açıklık arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ticari dış açıklık değişkeninin katsayısı negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Modelde yer alan diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında uzun dönemde ticari dış açıklığın 1 birim artması ekonomik büyümeyi yaklaşık %0,69 azaltacaktır.

Finansal dış açıklık değişkeninin katsayısı ise pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Modelde yer alan diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında uzun dönemde finansal dış açıklığın 1 birim artması ekonomik büyümeyi yaklaşık %0,58 arttıracaktır.

Dummy (kukla) değişken de uzun dönemde negatif işaretli ve anlamlı çıkmıştır. Analiz sonuçlarına kriz dönemlerinde ortalama ekonomik büyüme yaklaşık %9,7 azalmaktadır.

Yapılan çalışma sonuçları, literatürde yapılan araştırmalar ile uyumlu beklentilere uygundur. İncelenen dönemde Türkiye ekonomisinde yaşanan krizlerin varlığından dolayı kısa ve uzun dönem katsayılarının uygunluğunu test etmek amacıyla CUSUM ve

CUSUMSQ testleri yapılmıştır. Bu testlerde Chow testinde olduğu gibi kırılma noktalarının önceden belirlenmesine gerek duyulmamaktadır.



**Şekil 3.8.** CUSUM VE CUSUMSQ Testleri

Model tahmini yapıldıktan sonra katsayıların kararlılığı test edilir. Şekil 3.8.'de CUSUM (ardışık hataların kümülatif toplamı) ve CUSUMSQ (ardışık hata karelerinin kümülatif toplamı) test istatistiklerinin %5 anlamlılık düzeyinde güven sınırları içerisinde kaldıkları görülmektedir. Bu sonuca göre modelde tahmin edilen parametreler incelenen dönem içerisinde istikrarlı bir yapıya sahiptirler.

### 3.1.4.12. Toda-Yamamoto Yöntemi ile Granger Nedensellik Testi

Toda-Yamamoto (1995) nedensellik testi (TY), granger nedenselliğini incelemek için, düzeltilmiş VAR modelinin tahminine dayalı bir yöntemdir. TY nedensellik testinde serilerin durağanlık düzeyleri ya da eşbütünlüşme ilişkisinin olup olmaması testin geçerliliğini etkilemediğinden bu test diğer nedensellik testlerine göre daha avantajlıdır. Nedensellik testleri iki değişken arasında sebep sonuç ilişkisi olup olmadığını eğer varsa ilişkinin yönünü test etmek amacıyla kullanılmaktadır. Granger nedensellik testi, kolay



uygulanabilmesi sebebiyle en çok tercih edilen yöntemlerden biridir. Ancak çalışmada kullanılan seriler durağan olmadığından dolayı ve farklı eşbütünleşme derecelerine sahip olmaları dolayısı ile kullanılamamaktadır. Bu nedenle Toda Yamamoto Yöntemi ile Granger Nedensellik Testi yapılmıştır (Toda ve Yamamoto, 1995: 225-250).

TY testi uygulanırken öncelikle bilinen ekonometrik şartların sağlandığı (otokorelasyon ve değişen varyansın olmadığı en uygun gecikme)  $k$  gecikmeli VAR( $k$ ) modeli ve incelenen verilerin maksimum eşbütünleşme derecesi ( $d_{max}$ ) belirlenir. Bu değer tespit edildikten sonra  $k+d_{max}$  gecikmeli bir VAR modeli tahmin edilir. Ve bu modeldeki bağımsız değişkenlerin parametrelerine kısıtlamalar konularak bağımlı değişkeni anlamlı düzeyde etkileyip etkilemediği yani nedensellik ilişkisinin varlığı belirlenir. VAR modeline Dummy ve Trend bileşenleri eklenmiştir.

Mevsimsellikten arındırılmış verilere uygulanan TY testi için aşağıdaki VAR modeli EKK yöntemi ile tercih edilmiştir.

$$LNGSYİH_t = a_0 + \sum_{i=1}^k a_{1i} TDA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} a_{2j} TDA_{t-j} + \sum_{i=1}^k a_{3i} FDA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} a_{4i} FDA_{t-j} + \sum_{i=1}^k a_{5i} LNGSYİH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} a_{6i} LNGSYİH_{t-j} + a_{7i} DUMMY + e_{t1} \quad (7)$$

$$TDA_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^k \theta_{1i} TDA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \theta_{2j} TDA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \theta_{3i} FDA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \theta_{4i} FDA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \theta_{5i} LNGSYİH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \theta_{6i} LNGSYİH_{t-j} + \theta_{7i} DUMMY + e_{t2} \quad (8)$$

$$FDA_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} TDA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \beta_{2j} TDA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \beta_{3i} FDA_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \beta_{4i} FDA_{t-j} + \sum_{i=1}^k \beta_{5i} LNGSYİH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{d_{max}} \beta_{6i} LNGSYİH_{t-j} + \beta_{7i} DUMMY + e_{t3} \quad (9)$$

Formül 7’de TDA ve FDA değişkeninin LGSYİH değişkeninin nedeni olup olmadığı sınınamaktadır. İlk denklemde LGSYİH değişkeninin TDA değişkeninin Granger nedeni olmadığını belirten boş hipotez;

$H_0=a_2=a_3=\dots=0$  Granger nedeni olduğunu belirten  $H_1=a_2=a_3=\dots\neq 0$  alternatif hipotezine karşı ( $i \leq k$ ) serbestlik dereceli  $\chi^2$  dağılımlı Wald testiyle sınılanır. Denklemde  $e_{it}$  hata terimlerinin sıfır ortalamalı, sabit varyanslı ve otokorelasyonsuz bir beyaz gürültü sürecine tabii olduğu varsayılır.

Maksimum gecikme uzunluğu seçim kriterlerine göre belirlenen gecikme uzunluğu (k) Tablo 13'te görüldüğü üzere iki kritik değer belirleme kriterine göre bir (1) olarak bulunmuştur.

**Tablo 3.8.** Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi Kriterleri Sonuç Tablosu

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-233.4114	NA	0.168666	6.733650	7.018234	6.846944
<b>1</b>	-142.0217	167.5479	<b>0.017121*</b>	<b>4.445047</b>	<b>5.014213*</b>	<b>4.671633*</b>
2	-135.3942	11.59800	0.018339	4.510951	5.364701	4.850832
3	-128.6768	11.19582	0.019646	4.574354	5.712687	5.027528
4	-122.5276	9.736172	0.021461	4.653544	6.076461	5.220012
5	-111.0494	17.21729	0.020314	4.584706	6.292205	5.264466
6	-95.28697	22.33011*	0.017172	4.396860*	6.388943	5.189914
7	-87.61417	10.23040	0.018307	4.433727	6.710393	5.340075
8	-81.79124	7.278667	0.020728	4.521979	7.083228	5.541620

\*Şeçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

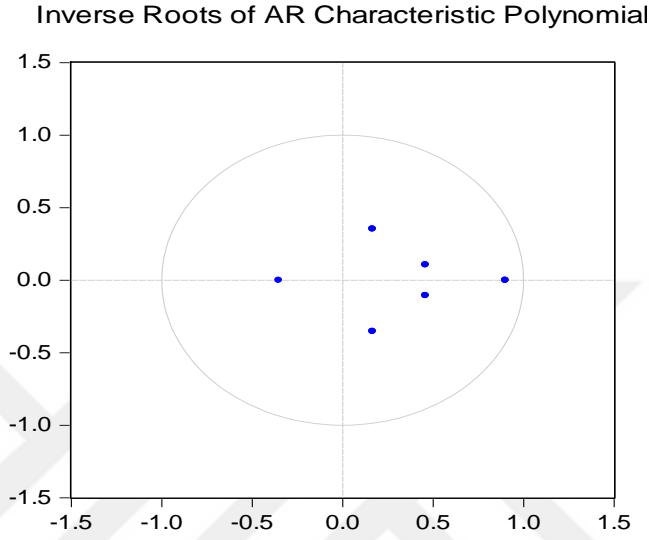
Tablo 3.8. 'de gecikme uzunluğunda yer alan LogL, LR, FPE, AIC, SC ve HQ kriterleri en uygun değerleri (\*) işaretiyle ifade etmektedir. Ancak değişkenlerin durağanlık analizinde SC bilgi kriteri kullanılmıştır. Tercih edilen gecikme uzunluk kriteri SC olduğundan modele ait en uygun gecikme uzunluğu (1) bir olarak belirlenmiştir. Ayrıca FPE ve HQ bilgi kriterleri de 1 gecikme uzunluğunu teyit etmektedir.

Tahmin edilen modelin iyi tanımlanmış bir model olduğunu anlamak için artıklarda otokorelasyon olup olmadığı kontrol edilmelidir. Bu nedenle Lagrange Çarpanı (LM) testi yapılmıştır. Tablo 3.9.'daki sonuçlara göre artıklar arasında otokorelasyon bulunmamıştır.

**Tablo 3.9.** LM Testi Sonuçları

Gecikme	LM-İstatistiği	Olasılık
1	7.127215	0.6239
2	11.09550	0.2692
3	6.518616	0.6871
4	14.54301	0.1043
5	9.117601	0.4265
6	13.85139	0.1277
7	8.969224	0.4401
8	7.162107	0.6202
9	9.492382	0.3931
10	8.921434	0.4446
11	11.57756	0.2382
12	6.092813	0.7306

Tahmin edilen modelin durağanlığının tespiti için ise AR karakteristik polinomunun ters köklerinin çember içindeki konumuna bakılmaktadır. Şekil 3.9.'da görüldüğü üzere tahmin edilen modele ait AR karakteristik polinomun ters kökleri birim çember içerisinde yer almaktadır. Bu sonuç modelin istikrarlı ve iyi tanımlandığını ifade etmektedir.



Şekil 3.9. AR Karakteristik Polinom Ters Kökleri

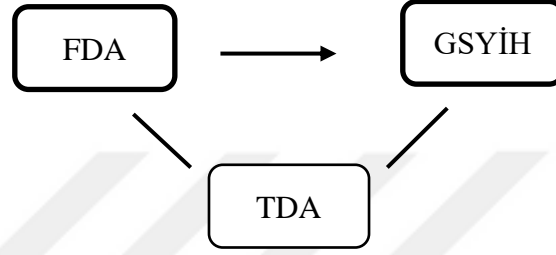
Elde edilen sonuçlara göre Toda-Yamamoto nedensellik testi için uygun gecikme sayısı VAR modeli için belirlenen optimal gecikme sayısına ( $k=1$ ), değişkenlerin maksimum eşbütünleşme derecesi ( $d_{\max}=1$ ) eklenerek belirlenmiştir. Gecikmesi arttırılmış VAR (2) modeli tahmin edilerek  $H_0$  hipotezleri MWALD testleriyle sınanmıştır. Tablo 3.10.'da MWALD testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 3.10. MWALD Testi Sonuçları

$H_0$	$\chi^2$ istatistiği	Olasılık	Karar
TDA, FDA'nın granger nedeni değildir.	1,4457	0,2292	Ho kabul
TDA, GSYİH'nın granger nedeni değildir.	0,0794	0,7782	Ho kabul
FDA, TDA'nın granger nedeni değildir.	0,0277	0,8677	Ho kabul
<b>FDA, GSYİH'nın granger nedeni değildir.</b>	<b>7,0295</b>	<b>0,0080***</b>	<b>Ho red</b>
GSYİH, TDA'nın granger nedeni değildir.	2,1572	0,1419	Ho kabul
GSYİH, FDA'nın granger nedeni değildir.	0,3942	0,5301	Ho Kabul

\*%1, \*\*%5, \*\*\*%10'da anlamlılığı gösterir.

Tablo 15'teki sonuçlar değerlendirildiğinde; değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi için kurulan 6 hipotezin 5'inde yokluk hipotezi ( $H_0$ ) kabul edilirken 1'inde reddedilmiştir. Test sonuçlarına göre finansal dışa açıklıktan reel GSYİH'ye doğru tek yönlü pozitif nedensellik tespit edilmiştir. GSYİH'dan finansal dışa açıklığa doğru herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Ticari dışa açıklık ile finansal dışa açıklık ve GSYİH arasında da herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi ve yönü Şekil 3.10.'da görüldüğü gibidir.



Şekil 3.10. Toda-Yamamoto Nedensellik Sonuçlarının Özeti

### 3.1.5. Uygulamalı Bulguların Değerlendirilmesi

Finansal serbestleşme ekonomik büyüme arasındaki ilişki ticari ve finansal dışa açıklık değişkenleri ile analiz edilmiş ve uygulamadan elde edilen sonuçlara göre; ekonomik büyüme ile ticari ve finansal dış açıklık göstergeleri arasında kısa ve uzun dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Kısa dönemde ticari dış açıklık ile büyüme arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunurken finansal dış açıklık ile pozitif ve anlamlı bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuca göre kısa dönemde ticari dış açıklıkta meydana gelecek bir azalış büyüme üzerinde pozitif yönde bir etki yaratırken, finansal dış açıklıkta meydana gelecek bir azalış büyümede azalmaya neden olacaktır.

Uzun dönem sonuçlarına bakıldığında; modelde yer alan diğer değişkenlerin sabit olduğu (ceteris paribus) varsayımı ile ticari dış açıklığın artmasının ekonomik büyümeyi azaltacağı, finansal dış açıklığın artması durumunda ise büyümenin artacağı sonucuna varılmıştır. Öte yandan uzun dönem ilişkide krizlerin büyüme üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla oluşturulan kukla değişkenin (Dummy) katsayısının da negatif işaretli ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisine bakıldığında; finansal dış açıklıktan GSYİH'ye doğru tek yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir. Ticari dış açıklık ile gerek finansal açıklık gerekse de GSYİH arasında ise herhangi bir nedenselliğe rastlanmamıştır.

Yukarıdaki sonuçlara göre; yabancı sermayenin ekonomik büyümeye pozitif katkı yaptığı, Türkiye'nin düşük tasarruf düzeyi de göz önünde bulundurulduğunda dış kaynak girişlerini artırıcı yönde politikaların ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayacağı, bunun ise güçlü ve istikrarlı mali piyasalar yoluyla tesis edilebileceği düşünülmektedir.



## SONUÇ

Finansal serbestleşme küreselleşmenin sermaye boyutunu ifade etmektedir. Ülkeler arasında artan mal ve hizmet mobilitesi beraberinde sermaye mobilizasyonunu da getirmiştir. Sermayenin sınırötesi hareketliliği ve sonrasında yaşanan gelişmeler iktisatçılar arasında farklı tezleri gündeme getirmiştir. İktisat literatüründe serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisine dair net bir görüş birliği yoktur. Ancak yapılan çalışmalardan da görüldüğü üzere gelişmiş ülkelerde serbestleşme politikaları gelişmekte ve az gelişmiş ülkelere göre ekonomik büyümeye daha olumlu katkı sunmaktadır. Bu durum gelişmiş ülkelerin finansal yapılarının istikrarlı ve derin olmasıyla izah edilmektedir. Türkiye de gelişmekte olan bir ülke olarak finans piyasalarının istikrarlı ve sağlıklı işleyişi için başta bankacılık sektörü olmak üzere birtakım yapısal reformlar gerçekleştirmiştir.

Finansal serbestleşme; ülkelerin ekonomik ve idari yapılarına göre büyümeye itici bir güç olabildiği gibi spekülâtif işlemler ve piyasa kırılganlıklarına bağlı olarak ekonomik krizlere de yol açabilmektedir. Bu kapsamda, finansal serbestleşmeye yönelik olarak ileri sürülen McKinnon-Shaw hipotezinde, yüksek faiz ile sermaye akımlarının canlandırılarak ekonomik büyümeyenin sağlanacağı ileri sürülmüştür. Buna karşın Yapısalcılar, Yeni Yapısalcılar ve Post Keynesyen ekollere mensup iktisatçıların finansal serbestleşmeye yaklaşımları ise serbestleşmenin piyasalarda kırılganlık yaratarak ekonomik istikrarsızlığa yol açması, döviz kurları ve faiz oranları yoluyla ekonomik büyümeyi yavaşlatması şeklindedir.

Finansal serbestleşme ekonomik büyüme arasındaki ilişki, geçmişten günümüze dek yapılan birçok analitik çalışma ile analiz edilmiştir. Çalışmaların ülke kriterleri ve gelişmiş düzeyleri bazında farklılık göstermesi, sonuçlara da yansımış ve küresel ölçekte serbestleşme büyüme arasındaki ilişkinin tespitinde genel bir kanıya varılmasına imkân vermemiştir.

Yapılan literatür taramasında gerek gelişmekte olan ülkelerde gerekse de gelişmiş ülkelerde serbestleşme politikalarının büyüme üzerinde genel olarak olumlu bir etkiye sahip olduğu anlaşılmıştır. Bununla birlikte çok ülkeli çalışma örneklerinin bazılarında özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarının nispeten sığ oluşu ve mali yapılarındaki yüksek kırılganlık nedeniyle finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde

olumsuz etki meydana getirdiği ifade edilmiştir. Söz konusu çalışmalarda serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki oluşturabilmesi için ileri düzeyde kurumsallaşmış finansal piyasaların gerekliliğine vurgu yapılmıştır.

Finansal serbestleşmenin Türkiye ekonomisine etkisine yönelik literatüre bakıldığında ülke büyümesindeki sonucunun kesin dille ifade edilmesi mümkün değildir. Türkiye üzerine yapılan çalışmaların bir kısmı serbestleşmenin büyümeyi olumsuz etkilediğini ifade ederken, diğerleri finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini öne sürmektedir.

Türkiye üzerine yapılan analizlerde aynı değişkenler kullanılarak yapılan çalışmaların kendi içerisinde farklı sonuçlar verdiği görülmektedir. Son dönemde yapılan çalışmalarda genel eğilim finansal açıklığın ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki meydana getirdiği yönündedir. Nitekim bu çalışmada da finansal dış açıklığın ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği ve finansal dış açıklıktan GSYİH'ye doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu görülmüştür. Diğer dış açıklık göstergesi olan ticari açıklığın ise ne büyüme ne de finansal açıklık ile herhangi bir nedenselliğinin olmadığı anlaşılmıştır.

Türkiye özelinde 90'lı yıllarda piyasa derinliği ve finansal kurumsallaşmanın henüz emekleme aşamasında olması finansal açıklığın büyüme üzerindeki etkisini o dönemler için sınırlamış olabilir. Ülkede yaşanan 2001 krizi sonrasında piyasaların derinleşmeye başlaması ve mali kurumsallaşma ile birlikte ülkeye giren yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde olumlu sonuçlar doğurduğu düşünülmektedir.

Yapılan bu çalışmada finansal dış açıklığın %1 artması durumunda büyümenin %0,58 artacağı, ticari dış açıklığın %1 artması durumunda ise ekonomik büyümenin %0,69 azalacağı sonucuna varılmıştır. Tez çalışmasından elde edilen bulgular son dönemde finansal açıklık ekonomik büyüme ilişkisini ele alan çalışmalarla örtüşmektedir. Son tahlilde; yapılan reformlar çerçevesinde finansal dış açıklığın Türkiye'nin mali kurumsallaşması ve finans piyasalarının derinliğine bağlı olarak ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki meydana getireceği düşünülmektedir.

## KAYNAKLAR

- Acar Y. (2002), “ İktisadi Büyüme ve Büyüme Modeli” Vipaş A.Ş. Genişletilmiş 4.Baskı  
Yayın No: 67, s.61
- Açıklın, S. Ünal S. (2008) “Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları” Bursa Ekin  
Basın Yayım Dağıtım,
- Adamopoulos A. (2010) “Financial Development and Economic Growth a Comparative  
Study between 15 European Union Member –States” International Research Journal  
of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 35 (2010) pp.144-148
- Afşar M. (2007) “The Causality Relationship Between Economic Growth and Foreign  
Direct Investment in Turkey” Selcuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Dergisi. 01/01/2008. pp.1-9
- Agrawal P. (2000) “ Economic Impact of Foreign Direct Investment in South Asia” Indira  
Gandhi Institute of Development Research, pp.1-22. Bombay. India.
- Aizenman, J. (2008) "On the hidden links between financial and trade opening," Journal  
of International Money and Finance, Elsevier, vol. 27(3) April., pp. 372-386,
- Akinlo A. E. (2004) “Foreign direct investment and growth in Nigeria: An empirical  
investigation” Journal of Policy Modelling 26 (2004) pp.627–639
- Alam I., Quazi R., (2003) Determinants of Capital Flight: An Econometric Case study  
of Bangladesh, International Review of Applied Economics February, 17(1), 85-  
103.
- Al-Iriani M., Al-Shamsi F., “Foreign Direct Investment and Economic Growth in the  
GCC Countries: A Causality Investigation Using Heterogeneous Panel Analysis”  
pp.1-28 [www.luc.edu/orgs/meea/volume9/PDFS/Al-Iriani%20-%20paper.doc](http://www.luc.edu/orgs/meea/volume9/PDFS/Al-Iriani%20-%20paper.doc)
- Aklin, E. (1975), “Gelir ve Büyüme Teorisi” İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi  
Yayımları No: 210 İstanbul, s.45.
- Alper C. E. and Cakici S. M. (2008) “Financial Liberalization, Fiscal Prudence and  
Growth: Panel Evidence from 1980–2003” Open Economy Review (2009) 20,  
pp:509–524
- Alper, C.E. ve Z. Öniş (2001) “ Finansal Küreselleşme Demokrasi Açığı ve Yükselen  
Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi  
Sonrasında Türkiye Deneyimi”, Doğu Batı Dergisi, 4(17) 203-225



- Ang J.B., McKibbin W. (2005) "Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia" CAMA Working Paper Series May, 5/ 2005 pp.1-23
- Arestis P., Caner A., (2004), "Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence" The Levy Economics Institute Working Paperve Ekonomik Büyüme İlişkisi:Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı: 4 2006-12-28
- Atamtürk B. (2007), "Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye'de Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi", Marmara Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi, 23(2), s.78.
- Ayanwale A. B (2007) "FDI and Economic Growth: Evidence from Nigeria" AERC Research Paper 165 2007/ pp.1-37
- Aydoğan M. "Finansal Liberalizasyon", Çukurova Üniversitesi S.B.E. Basılmamış Yüksek Lisans Tezi. S.B.E., Adana 1997, s.33-45
- Ayaydın H, (2010) "Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, Türkiye Örneği" Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Nisan 2010, Sayı: 26 s.1-13
- Avcı A.A. (2000), "Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri(1986-1998), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana 2000, s.1-116
- Bashar O. K. M. R. and Khan H. (2007) "Liberalization and Growth: An Econometric Study of Bangladesh" U21 Global Working Paper No. 001/2007 p.1-13
- Baçoğlu U. (2000), "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3 s.(4)
- Bayraktutan Y. Arslan İ. (2008), "Türkiye'de Sabit Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Ko-Entegrasyon Analizi(1980-2006)", KMU İİBF Dergisi: Yıl:10, Sayı:14/2008, s.1-12
- Bekaert G., Harvey C. R.,Lundblad C (2004), "Does financial liberalization spur growth?" NBER Working Paper Series Working Paper 8245 <http://www.nber.org/papers/w8245> (01.07.2009) p.1-32.
- Bekaert G., Harvey C.,Lundblad R.(2007) "Financial Openness and the Chinese Growth Experience" SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991640> pp.1-73

- Bonfiglioli, A. (2005) “How Does Financial Liberalization Affect Economic Growth?”, CREI and Universitat Fabra, September 20, 2005.P 1-38
- Bonfiglioli A. and Mendicino C. (2004) “Financial Liberalization, Bank Crises and Growth: Assessing the Links” SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No 567 October, 2004 pp.1-13
- Boratav K. (1993), “External Financial Liberalisation in Developing Countries: Some Adverse Consequences”, METU Studies in Development, 20 p(1-2)
- Borenstein, E. Gregorio J.D Lee, J.W (1995) “How Does Foreign Direct Investment Affect Economic?” National Bureau of Economic Research Working Paper No. 5057 (1995), pp.1-21
- Calderon, C. ve Lui, L (2003) “ The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth”, Journal of Developments Economics, 72, 321-334
- Chang, H.J., Grabel, I. (2005) “ Kalkınma Yeniden, Alternatif İktisat Politikaları El Kitabı”, Çeviri:Emre Özçelik,İmge Kitabevi, Syf:141-192
- Chaudhry I.S. “ Financial Liberalization and Macroeconomic Performance: Empirical Evidence from Pakistan” p.1-15
- Çeştepe H. Yıldırım E. Özbek Z. (2017) ““Ticari ve Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Kanıtlar” AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2018, Cilt:18, Yıl:18, Sayı: 4, 18: s.1-17
- Dağdelen, İ. (2004) “Liberalizasyon”, Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi, 1(1), 1-66
- Dalkılıç R, (2015) “Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2000, s.1-101
- Das, D.K (2004) “Financial Globalization and Emerging Markets Economies”, Routledge, New York,2004
- De Mello, L R. JR (1999) “Foreing Direct Investment –Led Growth: Evidence From Time Series and Panel Data”, Oxford Economic Papers, Vol 51 No.1 133-151
- Dinler Z. (2002) “İktisada Giriş Ders Kitabı” Ekin Kitabevi, Bursa, 8.Basım, s.528-531
- Durusoy S. (2000) “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, Dış Ticaret Dergisi, Sayı 18, Temmuz 2000. s. 15-25

- Eatwell J.,(1997) “International Capital Liberalization: The Impact On World Development” *Estudios de Economia*. Vol. 24-No:2, December 1997 pp.219-261
- Ebrahim A. M., (2006), “ The Growth Effects Of Financial Liberalization Programme In Egypt:Developments and Drawbacks” *Scientific journal of the Faculty of Commerce and Business Helwan University* 2 (2006) pp.1-28
- Edison, H.J., Levine, R., Ricci, L., and Slok T., (2002) “International Financial Integration and Economic Growth”, *IMF Working Paper* , WP/02/145
- Edison H.J., Klein M.W., Ricci L.A. and Slot T., (2004) “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis” *IMF Staff Papers* Vol. 51, No. 2 pp.220-253
- Edwards S.,(2001) *Capital Account and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?* NBER Working Paper Series 8076 (2001) pp.1-17,
- Eichengreen B. and Leblang D. (2002) “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?” NBER Working Paper Series. Working Paper 9427 pp.1-42.
- Emek U. (2000), “Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri” *Rekabet Dergisi* Cilt:1 Sayı:3, 2000 s.58-80
- Enders Walter, (2004), *Applied Econometrics Time Series*, Newyork,229.
- Ericsson, J., and Irandoust, M. (2001) “On The Causality Between Foreign Direct Investment And Output: A Comparative Study”, *International Trade Journal*,15 pp. 1-26.
- Ertuğrul M. (2009) “Bilgi Çağında İşletmelerin Yeni Kaynağı: Entelektüel Sermaye”, [http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=293](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=293), (19.05.2009).
- Eser K. (1996) “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makro Ekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, *Hazine Dergisi*, 1, s.23.
- Eşiyok, B.A., (2002) “Türkiye Ekonomisinde İhracata Dayalı Büyüme Modeli ve İmalat Sanayiinin Yapısı”, *Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., Genel Araştırmalar*, s.1-88.
- Carmignani F. and Chowdhury A. (2005) “Does Financial Openness Promote Economic Integration?” *Unu-Wider Research Paper* No. 2005/74.p.1-15
- Faras, R.Y. Ghali K.H. (2009) “Foreign Direct Investment and Economic Growth: The Case of the GCC Countries” *International Research Journal of Finance and Economics* ISSN 1450-2887 Issue 1(29) (2009) p. 134-145

- Faria J. A., Paula L. F., Pires M. C. C and Meyer T. R., “ Financial Liberalization, Economic Performance and Macroeconomic Stability in Brazil: an assessment of the recent period” pp.1-17 <https://core.ac.uk/download/pdf/6228589.pdf> (12.03.2019)
- Fratzcher M. and Bussiere, M. (2004), “Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long Run Pain?” European Central Bank Working Paper Series No.348 pp.1-28
- Feridun M. (2006) “Impact of FDI on Economic Development: A Causality Analysis for Singapore, 1976-2002” 6<sup>th</sup> Global Conference on Business & Economics pp.1-5
- Galindo, A. Micco, A., Ordonez, G. (2002) “Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence”, Inter American: Development Bank Working Paper, <http://www.worldbank.org> (01.03.2007)
- Galindo A., Schiantarelli F. Weiss A. (2002), “Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment? Micro Evidence from Developing Countries Inter-American Development Bank Research Department Working Paper No:467 pp.1-27
- Gemech F., Struthers J., (2003), “The Mckinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on: A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory” Development Studies Association (DSA) Annual Conference on “Globalisation and Development”, Glasgow, Scotland, September 2003 pp.2
- Ghatak S. (1997) “Financial Liberalization: The Case of Sri Lanka” Empirical Economics (1997) 22:117-129 pp.117-129
- Girdap Ö. (2007) “Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi, Finansal Krizler ve Türkiye” Marmara Üniversitesi S.B.E. Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, 2007
- Grilli, V., Milesi-Ferretti, G.M. (1995) “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls”, IFM Working Papers, WP/95/31 S, 1-48.
- Gujarati Damodar N. (1999) “Temel Ekonometri” Literatür Yayıncılık, Dağıtım, Pazarlama San. Ve Tic. Ltd. Şti. İstanbul, ISBN:975-7860-99-9, s.1-902
- Güloğlu, B.- Altunoğlu, A.E (2002) “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 2002. Cilt 0, Sayı 27, s.107-134

- Gürsoy C.T., Müslümov A. (1998) “Stock Markets and Economic Growth: A Casualty Test” MBA Thesis, Institute of Social Sciences, Istanbul. pp.124-131
- Güray E. Şafaklı O.V. Tüze B (2007) “Financial Development and Economic Growth: Evidence from Northern Cyprus” International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 8 (2007)
- Güven Y. (2008), “Türkiye’de 1980 Sonrası Donemde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Analizi ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi” Eskişehir Osman Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi, Nisan 2008 s.79-80
- Hermes N. and Lensink R. (2005) “Does Financial Liberalization Influence Saving, Investment and Economic Growth?” Unu-Wider Research Paper No. 2005/69 pp.1-14
- Ibrahim S.S.,Nuruddeen T. (2016) “The Linkages Between Trade Openness, Financial Openness And Economic Growth In Nigeria” Sokoto Journal of the Social Sciences Vol. 6: No.2, December, s.1-16
- Ito H, (2008), “Financial Repression” The Princeton Encyclopedia of the World Economy, Encyclopedia Contributions, pp.1  
[http://web.pdx.edu/~ito/Financial\\_repression\\_RE\\_-HI.pdf](http://web.pdx.edu/~ito/Financial_repression_RE_-HI.pdf)
- İnandım Ş.(2005) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, TCMB, Piyasalar Genel Müd. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005 ss.26-27.
- Jadamba U. Terukazu S. (2008) “Nexus between Financial Sector Development and Economic Growth: Empirical Analysis of 112 Countries” Journal of International Cooperation Studies, Vol.15, No.3(2008,3)pp.95-116
- Kamat, Manoj and Kamat, Manasvi (2007) “Does Financial Growth lead Economic Performance in India? Causality-Cointegration using Unrestricted Vector Error Correction Models” MPRA Paper No. 6154. December 2007s. 1-26.
- Kang, S.J. ve Sawada, Y. (2000), “Financial Repression and External Openness in an Endogeneous Growth Model”, Journal of International Trade and Economic Development, 9(4), 427-443.

- Kar, M. ve M. A. Kara. (2003), “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, Dış Ticaret Dergisi, Sayı 29, s. 46-80
- Karadağ B.,(2008), “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Minsky” Mülkiye Dergisi, Cilt 2008 Sayı 260, s.25-54
- Karagöy Ç. (2003) “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri” Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi S.B.E., Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, s.8.
- Karagül M. ve Masca M. (2009), Uluslararası Sermaye Hareketleri Kriz Etkisi ve Muhtemel Önlemler, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Uluslararası Sempozyumu Bildirileri Kitabı, Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İİBF, 341-361, Bandırma, 2008.
- Kazgan G, (1995), “Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye’nin Yeri” Altın Kitaplar, Bilimsel Sorunlar Dizisi, 1995 Basım, İstanbul, s.89-90
- Kennedy A. (2013) “Financial Openness and Growth: 2000-2010” Volume 6 Pepperdine Policy Review Article 4 pp-5-27
- Keskin N.(2008), “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makro Ekonomik Etkileri: Türkiye Örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Doktora Tezi, 2008 İzmir, s.1-270
- Kıran B., Güriş B. (2011) “Türkiye’de Ticari ve Finansal Dışa açıklığın Büyümeye Etkisi: 1992-2006 Dönemi Üzerine Bir İnceleme” Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Sayı/No: 2 : 69–80
- Korkmaz T. Çevik İ.E. Birkan E (2010), “Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme Ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, Journal of Yasar University 2010 17(5) 2821-2831
- Kose M.A., Prasad E.S. and Terrones M.E. (2008) “Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?” IMF Working Paper WP/08/242 pp.1-41
- Kindleberger, C. P. (1971) “American Business Abroad”, Six Lectures on Direct Investment, 3. Edition, Yale University Press. Page 171-177

- King, Robert G. and Levine R. (1993) "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right." Quarterly Journal of Economics Vol 108, pp.717-737
- Koo J. and Maeng K., (2005), "The Effect of Financial Liberalization on Firm's Investments in Korea" Journal of Asian Economics Volume 16, Issue 2, April 2005, Pages 281-297
- Koç E. (2006) "Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerine Etkileri", Adnan Menderes Üniv. S.B.E. İktisat A.B.D. Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, 2006, s.84
- Kornecki L. Borodulin V. (2010) "Foreign Direct Investment Stock Contributes To Economic Growth In The U.S. Economy"  
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.365.9073&rep=rep1&type=pdf> (12.03.2019)
- Kukeli A., Fan C.M, Fan L.S. (2006) "FDI and Growth Transition Economies: Does The Mode of Transition Make a Difference" RISEC, Volume 53 (2006), No. 3, 302-322
- Kula, F (2003) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", C.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Cilt 4 Sayı 2, s.141-154 2003
- Levine R., Loayza N., Beck T., (1999) "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", World Bank Policy Research Working Paper No. 2059. pp.1-33,
- Levine, R. and Zervos, S. (1998) "Stock Market, Banks and Economic Growth", American Economic Review, 88, 537-58.
- Mangır F. (2006) "Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri" Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Yıl:2006 Sayı: 16 s.449-458
- Mihçı S. (1999) "Finansal Serbestleşme ve Derinleşmenin Yatırım Tasarruflar ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Doktora Tezi, Ankara 1999, s. 1-189.
- Mishkin F. S., (2001) , "Financial Policies and The Prevention of Financial Crises In Emerging Market Countries" NBER Working Papers No:8087, pp.1-36
- Moudatsou A. Kyrkilis D. (2009) "FDI and Economic Growth: Granger Causality Tests in Panel Data Model-Comparative results in the case of European Union countries EU (European Union countries) and ASEAN Association of South East Asian Nations" EEFS2008-Conference June 2009-Warsaw-Poland. P.1-16

- Moudatsou A. (2001) "Foreign Direct Investment and Economic Growth Evidence from 14 European Union Countries", Working Paper TEI of Crete pp.1-20
- Musullugil A.K. (2007), "Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği", Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Muğla, s.1-212
- Narayan P.K. (2005). "The Saving And Investment Nexus For China: Evidence From Cointegration Tests" Applied Economics 37, pp.1979–1990
- Oksay, S. (2000), "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi, c.75.10 s.9-10
- Ongun, M. T. (1993) "Finansal Globalleşme" Ekonomik Yaklaşım, G.Ü., İ.İ.B.F. Cilt 4 Sayı 9. s.38, 127-128
- Onur, S. (2005) "Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki", ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 1, Sayı 1, 2005 s.128-151
- Oktay N. (2005) "Dış ticarete Giriş" T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları No:1625, Eskişehir,2005 s.59-70
- Örnek İ. (2008) "Yabancı Sermaye Yatırımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği Ankara Üniversitesi SBF Dergisi z 63-2 s.199-218
- Özbilen Ş. (2009), Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sisteme Etkileri <https://docplayer.biz.tr/29850110-Kuresel-mali-kriz-ve-imf-politikalarinin-ulusal-mali-sisteme-etkileri.html>
- Öztürk I. ve Acaravci A. (2013), The Long-Run and Causal Analysis of Energy, Growth, Openness and Financial Development on Carbon Emissions in Turkey. Energy Economics, 36, 262-267.
- Quinn, Dennis P. (1997), "The Correlates of Changes in International Financial Regulation", American Political Science Review 91, pp. 531-551.
- Parasız İ. (2003), " Büyüme Teorileri, Dinamik Makro Ekonomiye Geçiş" Ezgi Kitabevi Yayınları Bursa, 2003, s.89-109
- Pesaran, M., Shin, Y., Smith, R., (2001). "Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationships" Journal of Applied Econometrics 16, pp.289–326
- Rajan R.G.and. Zingales L (1998), "Financial Dependence and Growth" The American Economic Review, Vol.88, No.3 pp.559-586



- Rati R. (1999) "Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence" *Journal of Development Studies*, Volume 35, Issue 4 April 1999, pages 164 -174
- Razin, A. (2002), "FDI Contribution of Capital Flows and Investment in Capacity" National Bureau of Economic Research, Working Paper, No 9204 pp.1-8
- Rodrik, D. (1998) "Who Needs Capital Account Convertibility" Harvard University, Essay in International Finance, P,9-11/ Princeton Essays in International Finance, 207, pp.1-10.
- Saygılı F, (2001), " Finansal Serbestleşmenin, Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerine Etkisi" Ege Akademik Bakış, Cilt:1 Sayı:1 s.165-178
- Schularick M., Steger T.M., (2006), "Does Financial Integration Spur Economic Growth? New Evidence From The First Era Of Financial Globalization", CESifo Working Paper No. 1691 pp.1-17
- Seyidoğlu, H. (2003) "Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama" s.678-754
- Shan J.Z., Morris A.G., Sun F., (2001) "Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem? Review of International Economics, 9(3), pp.443-454
- Singh, A. (2002) " Capital Account Liberalisation, Free Long Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development" *Eastern Economic Journal*, 29(2) pp.191-216
- Stiglitz J. E., (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability" *World Development* Vol. 28, No. 6, pp. 1075-1086
- Şakar, Ü. (1997) "Amaçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası", Anadolu Üniversitesi Yayınları: No:1010, İİBF Yayınları No:109, Eskişehir, 1997 s.6-9
- Taban S. (2008) " İktisadi Büyüme Kavram ve Modeller" Nobel Yayın Dağıtım 1. Basım, Ekim 2008, s.90-107
- Taş, S. (2001) "Finansal Liberalizasyonu Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri", Doktora Tezi. s. 91-191, 2001.
- Teker, S., Bolgün E., Akçay B.(2005) "Basel Sermaye Yeterliliği: Standartlarının Bir Türk Bankasına Uygulaması" *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi* C.3. s.12

- Toda Hiro Y., Yamamoto T., (1995), Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes, Journal Of Econometrics 66 (1995) 225-250.
- Tswamuno D.T., Pardee S., Wunnava P.V., (2007) “Financial Liberalization and Economic Growth:Lessons From The South African Experience” International Journal of Applied Economics, (4)2 pp.74-89
- Tükel Ö. (2007), “Finansal Serbestleşmenin Türkiye’nin Ekonomik Performansı Üzerine Etkileri” Marmara Üniv. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007, s.1-116
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2018) “Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması”, TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi Genel Müdürlüğü.  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ab87526-c290-4bdd-94d4-b8e99e70eba9/BOPMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS\\_PACE-0ab87526-c290-4bdd-94d4-b8e99e70eba9-mcFYR7h](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ab87526-c290-4bdd-94d4-b8e99e70eba9/BOPMetaveri.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS_PACE-0ab87526-c290-4bdd-94d4-b8e99e70eba9-mcFYR7h)
- Uçak A. (2006), “Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006, s.1-150
- Utkulu, U. Kahyaoğlu, H.(2005) “Ticari ve Finansal Dışa Açıklık Türkiye’de Büyüme Ne Yönde Etkiledi?” Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2005/13  
<http://www.tek.org.tr>
- Ümit A. Ö. (2016) Türkiye’de Ticari Açıklık, Finansal Açıklık ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler: Sınır Testi Yaklaşımı Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Yıl: Ocak 2016 Cilt-Sayı: 9(1) ss: 255-272
- Vogelsang T. ve Perron P. (1998). “Additional Tests For a Unit Root Allowing For a Break in The Trend Function at an Unknown Time” International Economic Review,1073-1100.
- Waqabaca C. (2004) “Financial Development and Economic Growth in Fiji” Economics Department Reserve Bank of Fiji Working Paper 2004/03 p.1-34
- Yapraklı, S. (2007) “Finansal Dışa Açıklık İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı: 5 2007-06-08 s.63-83

- Yentürk, N., Yeldan E., Somel C., Köse A.H., Günaydın G., (2004) “ Türkiye Ekonomisi” Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2004, S.157-158
- Yılmaz L. (2007) “Dünya Ekonomisinin Genel Görünümü” Devlet Bütçe Uzmanları Dergisi, Cilt 7 Sayı: 26, ss:51-57.
- Zhu M. (2018) “An Empirical Study on the Relationship between Economic Openness and Economic Growth in China” International Journal of Computer Applications Technology and Research Volume 7–Issue 06, pp.203-207

