

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

**FİNANSAL AÇIKLIĞIN EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ**

**MUSTAFA ÇALIŞKAN**

**DOKTORA TEZİ**

**Danışman: Prof. Dr. Ekrem GÜL**

**NİSAN - 2022**

**T.C.**  
**SAKARYA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**FİNANSAL AÇIKLIĞIN EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Mustafa ÇALIŞKAN**

**Enstitü Anabilim Dalı: İKTİSAT**

**“Bu tez 22/04/2022 tarihinde yüzyüze olarak savunulmuş olup aşağıdaki isimleri bulunan jüri üyeleri tarafından Oybirliği / Öyçokluğu ile kabul edilmiştir.”**

<b>JÜRİ ÜYESİ</b>	<b>KANAATI</b>
Prof. Dr. Ekrem GÜL	Başarılı
Prof. Dr. Selim İNANÇLI	Başarılı
Prof. Dr. Şuayyip ÇALIŞ	Başarılı
Prof. Dr. Aykut EKİNCİ	Başarılı
Prof. Dr. Necati ÇİFTÇİ	Başarılı

## ETİK BEYAN FORMU

Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının benzerlik oranının herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve Etik Kurul Onayı gerektiği takdirde onay belgesini aldığımı beyan ederim.

**Etik kurul onay belgesine ihtiyaç var mıdır?**

**Evet**

**Hayır**

(Etik Kurul izni gerektiren araştırmalar aşağıdaki gibidir:

- Anket, mülakat, odak grup çalışması, gözlem, deney, görüşme teknikleri kullanılarak katılımcılardan veri toplanmasını gerektiren nitel ya da nicel yaklaşımlarla yürütölen her türlü araştırmalar,
- İnsan ve hayvanların (materyal/veriler dahil) deneysel ya da diğer bilimsel amaçlarla kullanılması,
- İnsanlar üzerinde yapılan klinik araştırmalar,
- Hayvanlar üzerinde yapılan araştırmalar,
- Kişisel verilerin korunması kanunu gereğince retrospektif çalışmaları.)

**Mustafa ÇALIŞKAN**

**22/04/2022**

## ÖNSÖZ

Bu çalışmayı hazırlama aşamasında sonsuz desteklerini gördüğüm danışmanım Prof. Dr. Ekrem GÜL'e, tez izleme sürecinde fikir ve desteklerini esirgemeyen Prof. Dr. Selim İNANÇLI ve Prof. Dr. Şuayyip ÇALIŞ'a teşekkürlerimi sunarım. Eleştiri ve katkılarıyla çalışmanın olgunlaşmasına destek veren jüri üyelerim Prof. Dr. Aykut EKİNCİ ve Prof. Dr. Necati ÇİFTÇİ'ye teşekkürlerimi sunuyorum. Akademik hayatım boyunca destek ve teşvikleriyle beni motive eden Doç. Dr. Harun KILIÇASLAN, Doç. Dr. Nurullah ALTINTAŞ, Doç. Dr. Avni Önder HANEDAR, Dr. Öğr. Üyesi Veysel İNAL, Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Zeki AK'a ve çalışma arkadaşlarım Arş. Gör. Samet ACAR, Arş. Gör. Eyüp Ensar ÇAKMAK'a destekleri için şükranlarımı sunuyorum.

Hayatımın her aşamasında iyi ve kötü zamanlarda neşem ve desteğim olan anneme, kardeşlerime ve rahmetli babama; kelimelerin yetersiz kaldığını bilerek şükranlarımı sunuyorum. Tez yazma sürecinde beni motive eden ve sabırla destekleyen eşime ve kızlarıma şükranlarımı sunuyorum.

**Mustafa ÇALIŞKAN**

**22/04/2022**

# İÇİNDEKİLER

<b>KISALTMALAR .....</b>	<b>iv</b>
<b>TABLO LİSTESİ.....</b>	<b>v</b>
<b>ŞEKİL LİSTESİ .....</b>	<b>v</b>
<b>ÖZET .....</b>	<b>viii</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>ix</b>
<b>GİRİŞ.....</b>	<b>1</b>
<b>1. BÖLÜM: FİNANSAL PİYASALAR, FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL LİBERALİZASYONUN TEORİK TEMELLERİ .....</b>	<b>8</b>
1.1. Finansal Piyasaların İşlevleri.....	8
1.2. İç Finansal Liberalizasyon.....	10
1.3. Dış Finansal Liberalizasyon .....	11
1.4. McKinnon-Shaw Hipotezi .....	13
1.5. Neo-Post Keynesyen Eleştiri .....	18
1.6. Neo-Yapısalcı Görüş .....	20
1.7. Piyasa Aksaklıkları .....	21
1.8. Lucas Paradoksu .....	24
<b>2. BÖLÜM: FİNANSAL SERBESTLEŞME, BÜYÜME ve KRİZLER .....</b>	<b>27</b>
2.1. Finansal Serbestleşmenin Büyüme Üzerine Doğrudan Etkileri .....	27
2.1.1. İktisadi Büyüme Üzerine Doğrudan Etkiler .....	27
2.1.2. Yatırımlar Üzerine Etkileri.....	31
2.2. Finansal Serbestleşmenin Büyüme Üzerindeki Dolaylı Etkileri .....	32
2.2.1. Kurumsal Kalite ve Yönetişimin Artması .....	34
2.2.2. Finansal Sektörün Gelişmesi .....	36
2.2.3. Makroekonomik Disiplin Etkisi .....	38
2.3. Finansal Serbestleşme Sonrası Krizler .....	40
2.3.1. İlk Deneme: Arjantin, Şili ve Uruguay Krizleri .....	41
2.3.2. 1994 Meksika Krizi .....	44
2.3.3. 1997 Güney Kore Krizi .....	47
<b>3. BÖLÜM: FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ, UYGULAMASI ve MALİYETLERİ .....</b>	<b>50</b>

3.1. Finansal Serbestleşmenin Önkoşulları.....	50
3.2. Finansal Serbestleşmenin Sıralaması.....	53
3.3. Finansal Serbestleşmede Eşiklerin Rolü.....	57
3.4. Finansal Serbestleşmenin Belirleyicileri .....	59
3.5. Sermaye Akımlarının Yapısı: Hangi Yabancı Sermaye? .....	61
3.6. Finansal Serbestleşmenin Maliyetleri ve Türkiye Örneği .....	63
<b>4. BÖLÜM: FİNANSAL AÇIKLIĞIN İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNE</b>	
<b>ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ .....</b>	<b>70</b>
4.1. Ampirik Literatür.....	70
4.2. Finansal Açıklık Göstergeleri.....	84
4.3. Model ve Veri Seti.....	92
4.4. Yöntem: Panel Veri Analizi .....	96
4.4.1. Panel Veri Analizinin Avantaj ve Dezavantajları .....	98
4.5. Yatay Kesit Bağımlılığı.....	99
4.6. Homojenite Testi .....	101
4.7. Birim Kök Testi.....	103
4.8. Panel Eşbütünleşme Testleri.....	105
4.9. Uzun Dönem Panel Eş-Bütünleşme Katsayısı Tahmincileri.....	107
4.9.1. CCEMG Tahmincisi.....	107
4.9.2. AMG Tahmincisi.....	108
4.10. Panel Nedensellik Testi .....	109
4.10.1. Dumitrescu ve Hurlin Panel Nedensellik Testi .....	110
4.11. Ampirik Analiz Sonuçları ve Değerlendirme.....	111
4.11.1. Yüksek Gelirli Ülke Grubunda Ampirik Bulgular .....	111
4.11.1.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	111
4.11.1.2. Homojenite Testi Sonuçları .....	113
4.11.1.3. Pesaran CIPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları .....	114
4.11.1.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	115
4.11.1.5. Parametre ve Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayısı Tahmini ....	117
4.11.1.6. Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları.....	122
4.11.2. Üst-Orta Gelirli Ülke Grubunda Ampirik Bulgular .....	123
4.11.2.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	123

4.11.2.2. Homojenite Testi Sonuçları .....	125
4.11.2.3. Pesaran CIPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları .....	125
4.11.2.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	126
4.11.2.5. Parametre ve Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayısı Tahmini ....	128
4.11.2.6. Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları.....	132
4.11.3. Alt-Orta Gelirli Ülke Grubunda Ampirik Bulgular.....	134
4.11.3.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	134
4.11.3.2. Homojenite Testi Sonuçları .....	135
4.11.3.3. Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları .....	136
4.11.3.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	137
4.11.3.5. Parametre ve Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayısı Tahmini ....	138
4.11.3.6. Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları.....	143
4.11.4. Düşük Gelirli Ülke Grubunda Ampirik Bulgular .....	145
4.11.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	145
4.11.4.2. Homojenite Testi Sonuçları .....	146
4.11.4.3. Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları .....	147
4.11.4.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	148
4.11.4.5. Düşük Gelirli Ülke Grubu Model Tahmin Sonuçları .....	150
4.11.4.6. Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları.....	151
4.12. Ampirik Sonuçların Toplu Değerlendirilmesi .....	152
<b>SONUÇ .....</b>	<b>159</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>166</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>	<b>182</b>

## KISALTMALAR

<b>AMG</b>	: Augmented Mean Group Estimator
<b>AREAER</b>	: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
<b>CCEMG</b>	: Common Correlated Effects Mean Group Estimator
<b>CIPS</b>	: CrossSectionally Augmented IPS
<b>GMM</b>	: Generalized Method Of Moments
<b>GSMH</b>	: Gayrisafi Milli Hasıla
<b>GSYİH</b>	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
<b>IMF</b>	: International Monetary Fund
<b>OECD</b>	: Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>OLS</b>	: Ordinary Least Squares
<b>vd.</b>	: ve diğçerleri



## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 1</b> : Türlerine Göre Yabancı Sermaye Akımlarından Beklenen Fayda ve Riskler .....	63
<b>Tablo 2</b> : Ampirik Literatür Özeti.....	84
<b>Tablo 3</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları ..	112
<b>Tablo 4</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu Homojenite Testi Sonuçları .....	114
<b>Tablo 5</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları.....	115
<b>Tablo 6</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu Bootstrap Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları .....	116
<b>Tablo 7</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu Durbin Hausman Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları .....	117
<b>Tablo 8</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları.....	118
<b>Tablo 9</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları.....	119
<b>Tablo 10</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları.....	120
<b>Tablo 11</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları.....	121
<b>Tablo 12</b> : Yüksek Gelirli Ülke Grubu Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları .....	123
<b>Tablo 13</b> : Üst-Orta Gelirli Ülke Grubu İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.	124
<b>Tablo 14</b> : Üst-Orta Gelirli Ülke Grubu Homojenite Testi Sonuçları .....	125
<b>Tablo 15</b> : Orta-Üst Gelirli Ülke Grubu Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları .....	126
<b>Tablo 16</b> : Üst-Orta Gelirli Ülke Grubu Bootstrap Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları .....	127
<b>Tablo 17</b> : Üst-Orta Gelirli Ülke Grubu Durbin Hausman Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları .....	128
<b>Tablo 18</b> : Üst Orta Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları .....	129
<b>Tablo 19</b> : Üst Orta Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları .....	130
<b>Tablo 20</b> : Üst Orta Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları .....	131
<b>Tablo 21</b> : Üst Orta Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları .....	132
<b>Tablo 22</b> : Üst Orta Gelirli Ülke Grubu Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları .....	133
<b>Tablo 23</b> : Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları .	134
<b>Tablo 24</b> : Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu Homojenite Testi Sonuçları.....	135

<b>Tablo 25:</b> Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları .....	136
<b>Tablo 26:</b> Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu Bootstrap Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları .....	137
<b>Tablo 27:</b> Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu Durbin Hausman Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları .....	138
<b>Tablo 28:</b> Alt Orta Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları.....	139
<b>Tablo 29:</b> Alt Orta Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları.....	141
<b>Tablo 30:</b> Alt Orta Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları.....	142
<b>Tablo 31:</b> Alt Orta Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları.....	143
<b>Tablo 32:</b> Alt Orta Gelirli Ülke Grubu Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları .....	144
<b>Tablo 33:</b> Düşük Gelirli Ülke Grubu İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları ....	145
<b>Tablo 34:</b> Düşük Gelirli Ülke Grubu Homojenite Testi Sonuçları.....	147
<b>Tablo 35:</b> Düşük Gelirli Ülke Grubu Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları .....	148
<b>Tablo 36:</b> Düşük Gelirli Ülke Grubu Bootstrap Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları.	149
<b>Tablo 37:</b> Düşük Gelirli Ülke Grubu Durbin Hausman Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları .....	149
<b>Tablo 38:</b> Düşük Gelirli Ülke Grubu Model Tahmin Sonuçları.....	151
<b>Tablo 39:</b> Düşük Gelirli Ülke Grubu Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları .....	152
<b>Tablo 40:</b> CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları .....	153
<b>Tablo 41:</b> CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları (Kontrol Değişkensiz).....	153
<b>Tablo 42:</b> AMG Modeli Tahmin Sonuçları .....	154
<b>Tablo 43:</b> AMG Modeli Tahmin Sonuçları (Kontrol Değişkensiz) .....	155
<b>Tablo 44:</b> Uluslararası Varlık ve Yükümlülükler Tablosundan Elde Edilen Diğer Göstergelerin Kişi Başına Gelirle İlişkileri.....	157

## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1 : İhracat ve İthalat Toplamının Dünya Toplam Gelirine Oranı .....	2
Şekil 2 : Uluslararası Sermaye Hareketleri .....	3
Şekil 3 : Doğrudan Yabancı Yatırımlar, GSYH'nin yüzdesi olarak net girişler.....	4
Şekil 4 : McKinnon-Shaw Hipotezi .....	18
Şekil 5 : İthalat ve Reel Döviz Kuru-Meksika .....	45
Şekil 6 : Meksika Cari Açık ve Büyüme (1985-1997).....	46
Şekil 7 : Finansal Serbestleşmenin Sıralaması.....	56
Şekil 8 : Finansal Entegrasyon Sürecinde Eşikler .....	59
Şekil 9 : Türkiye Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu ve Reel Döviz Kuru .....	66
Şekil 10: Finansal Açıklık Göstergeleri Karşılaştırması (Dünya).....	89
Şekil 11: Finansal Açıklık Göstergeleri Karşılaştırması (Dünya).....	90
Şekil 12: Finansal Açıklık Göstergeleri Karşılaştırması (Türkiye).....	91
Şekil 13: Finansal Açıklık Göstergeleri Karşılaştırması (Türkiye).....	92
Şekil 14: Kişi Başına Gelir, 1870-2018 .....	160

## ÖZET

**Başlık:** Finansal Açıklığın Ekonomik Büyüme Etkisi

**Yazar:** Mustafa ÇALIŞKAN

**Danışman:** Prof. Dr. Ekrem GÜL

**Kabul Tarihi:** 22.04.2022

**Sayfa Sayısı:** ix (ön kısım) + 182 (tez)

Finansal liberalizasyon politikaları Bretton Woods sisteminin çökmesi ve sonrasında kurulan neoliberal ekonomi düzeninin en önemli eko-politik tavsiyesidir. Finansal piyasaların gelişmesini, ekonomik kalkınmanın en önemli araçlarından biri olarak gören bu anlayışa göre; finansal gelişmenin yolu finansal liberalizasyon politikalarından geçmektedir. Finansal gelişme ve nihayetinde uzun vadeli kalkınmanın sağlanması için öncelikle finansal piyasalar üzerindeki devlet baskısı kaldırılmalı ve sonrasında yabancı sermayenin ülkeye girişine izin verilmelidir. Böylece uluslararası düzeyde tasarruf ve yatırımlar arasında etkinlik sağlanacak, sermaye bulamayan verimli projeler fonlanabilecek ve uzun vadeli kalkınma piyasa etkinliği hipotezi çerçevesinde gerçekleşecektir. Gelişmekte olan ülkeler bu tavsiyeleri izleyerek ve bazı zamanlarda zorunda kalarak finansal liberalizasyon politikalarını 1980’li yıllar itibari ile uygulamaya başlamıştır. Ancak bu ülkelerin çoğunda liberalizasyon sonrası krizler yaşanmış ve büyüme etkileri kısa vadeli olmuştur. Krizlerle birlikte iktisat literatürü teorik beklentileri ampirik olarak test etmeye başlamış ancak finansal açıklık ile iktisadi büyüme arasında pozitif yönlü ilişkilere dair net sonuçlar elde edilememiştir. Günümüzde gelişen teknoloji ve yatırım imkanları neticesinde yabancı sermayenin hareket kabiliyeti artmış, hızlı akımların ve dolayısıyla finansal açıklığın yarattığı sorunlar hala çözülememiştir. Çalışmamız gelir gruplarına göre sınıflandırılmış, verisine ulaşılabilen tüm ülkeler için finansal açıklığın ekonomik büyüme etkisini incelemektedir. Yöntem olarak güncel panel tekniklerini kullanan çalışmamız; yatay kesit bağımlılığı, birim köklü veriler ve heterojen katsayıların varlığını dikkate alarak, uzun dönem katsayılarını tahmin etmiştir. Ayrıca yine yatay kesit bağımlılığını, heterojenliği dikkate alan nedensellik testleri uygulanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Açıklık, Ekonomik Büyüme, Panel Veri Analizi

## ABSTRACT

**Title of Thesis:** The Effect of Financial Openness on Economic Growth

**Author of Thesis:** Mustafa ÇALIŞKAN

**Supervisor:** Prof. Dr. Ekrem GÜL

**Accepted Date:** 22.04.2022

**Number of Pages:** ix (pretext)  
+ 182 (main body)

Financial liberalization policies are the most critical eco-political advice of the neoliberal economic order established after the collapse of the Bretton Woods system. According to this understanding, which sees the development of financial markets as one of the essential tools of economic development, The way of financial development passes through financial liberalization policies. To ensure financial development and ultimately long-term development, state pressure on financial markets should be removed first, and then foreign capital should be allowed to enter the country. Thus, efficiency will be ensured between savings and investments at the international level, efficient projects that cannot find capital will be funded, and long-term development will be realized within the framework of the market efficiency hypothesis. Developing countries have started implementing their financial liberalization policies of the 1980s, following these recommendations and sometimes having to. However, most of these countries experienced post-liberalization crises, and their growth effects were short-term. With the crisis, the economics literature started to test the theoretical expectations empirically, but clear results regarding the positive relations between financial openness and economic growth could not be obtained. Today, due to developing technology and investment opportunities, the mobility of foreign capital has increased, and the problems created by rapid flows and thus financial openness have still not been solved. Our study examines the effect of financial openness on economic growth for all countries classified according to income groups and for which data are available. Our study used current panel techniques as a method; The long-term coefficients were estimated by considering the cross-section dependence, unit rooted data, and heterogeneous coefficients. In addition, causality tests that take into account cross-sectional dependence and heterogeneity were applied.

**Keywords:** Financial Openness, Economic Growth, Panel Data Analysis

# GİRİŞ

## Çalışmanın Konusu

Finansal liberalizasyon veya her türlü uluslararası sermaye akımını serbest bırakma ve uluslararası finansal piyasalara entegre olma fikri günümüzde hala fayda ve zararlarının net olmadığı tartışmalı bir konudur. Ana akım iktisatçılar, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar uluslararası finansal entegrasyonu 1970'lerden beri hararetle savunmaktadır. Hatta IMF, üye ülkeleri sermaye hesabını serbestleştirme ve tutarlı bir döviz kuru sistemi kurma konusunda baskılayan ve finansal entegrasyonun kurumsal yürütücüsü olma rolünü üstlenmiştir. Finansal serbestleşme fikrinin dayandığı asıl nokta, serbest ticaret akımlarından beklenen faydanın aynısının finansal akımlar vasıtasıyla da sağlanacağını düşünen ve piyasayı merkeze alan liberal görüşlerdir. Bu görüşün temelinde piyasaya biçilen etkinlik rolü ve serbest rekabetin toplam faydayı maksimize edeceğine dair inanışlar gelmektedir. Nitekim McKinnon-Shaw hipotezi veya finansal liberalizasyon teorisi 1973 yılında ortaya atıldığında çizdiği resim şu şekildeydi. Yeterli derecede büyüyemeyen ve yatırım yapamayan ülkelerdeki temel sorun tasarruf ve yatırımları özgürce belirleyecek mekanizmaların eksikliğidir. Finansal baskı yöntemleri ile düşük tutulan faizler, tasarrufların finansal sistem yerine daha atıl yatırımlarda değerlendirilmesine yol açmaktadır. Bu nedenle yetersiz tasarruf miktarı nedeniyle yeterli yatırımlar yapılamaz. O zaman yapılması gereken faiz oranlarını serbest bırakmak ve tasarruf yatırım mekanizmasını, finansal aracı kurumlara devretmektir. İç finansal liberalizasyon sayesinde faiz oranları yükselecek ve sadece en verimli projeler fonlanacaktır. Nihai olarak ekonomik büyümenin yolu açılacaktır. Teorideki temel varsayım piyasaların etkinliği üzerinedir. Piyasalar tasarrufları en doğru yatırımlara aktaracaktır. Ülke içinde yeterli finansal altyapı sağlandıktan sonra ikinci aşama olarak sermaye piyasaları dış yatırımcılara açılacaktır. Böylece uluslararası düzeyde fonların etkin dağılımı sağlanacaktır.

Ancak finansal liberalizasyon teorisindeki beklenen faydalar gerçek hayatta pek gerçekleşmemiştir. Finansal serbestleşmeyi önce içerde sağlayan ve kısa bir süre sonra da yabancı sermaye hareketlerine izin veren ilk ülkeler 1970'lerin ortasında Arjantin, Şili ve Uruguay olmuştur. Ancak 1980'lerin başında ciddi krizlerle karşılaşmışlardır. 90'lı yıllarda tekrar artan liberalizasyon politikaları da birçok ülkede krizler yaşanmasına sebep

olmuştur. Ticari serbestleşme sonrasında bazı sektörler zarar görüp yok olurken bazı sektörler karşılaştırmalı üstünlükleri nedeniyle fayda görmektedir. Ancak finansal serbestleşmenin krizlere yatkınlığı artırması ve finansal krizlerin bir bütün olarak tüm iktisadi sisteme zarar vermesi söz konusudur. Ayrıca finansal krizlerin bulaşıcılık etkisi oldukça fazladır. Kriz yaşayan ülkelerin ticari ve finans alanında yoğun ilişkide olduğu ülkelere de etkileri olmaktadır.

Finansal serbestleşmenin olumsuz etkilerine ve krizlere rağmen uluslararası finansal akımlar gün geçtikçe artmaktadır. Uluslararası finansal piyasalara mecburen uyum sağlamayı gerektiren en önemli etken, dünya milli gelirinde ticaretin artan payıdır. Şekil 1’de görüldüğü gibi dünya milli gelirinin içinde dış ticaretin payı 1970’lerde yüzde 25 civarında iken 2020’de yüzde 60 civarına kadar yükselmiştir. Malların serbest ve yüksek hacimlerde dolaşımı zorunlu olarak bu hareketlerden doğan finansal akımları da artırmaktadır. Malların ticaretinde artan oranlar, bu ticaretin finansmanı ve ödeme sistemleri zorunlu olarak uluslararası finansal entegrasyonu artırmaktadır.



**Şekil 1:** İhracat ve İthalat Toplamının Dünya Toplam Gelirine Oranı

**Kaynak:** Dünya Bankası verileri ile ourworldindata.org tarafından görselleştirilmiştir.

Şekil 2 uluslararası sermaye hareketlerinin 15 gelişmiş ülke baz alınarak cari açık üzerinden tanımlandığı dar kapsamlı bir hesaplamadır. Ancak dünya toplam milli gelirinin yüzde 80’inden fazlasını oluşturan ülkeleri kapsadığı için yıllara göre trendi

anlamamızda oldukça faydalıdır. Nitekim Şekil 1 ve Şekil 2 beraber dikkate alındığında dünyada artan ticari akımların ve finansal akımların benzer yolları izlediği gözükmektedir.

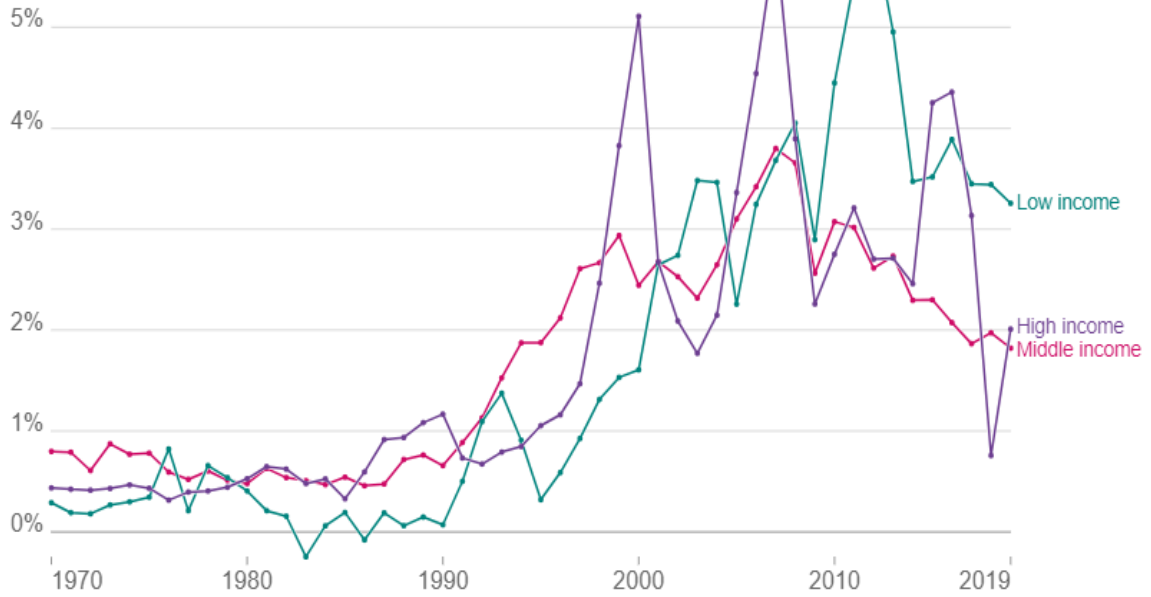


**Şekil 2:** Uluslararası Sermaye Hareketleri

**Kaynak:** Obstfeld ve Taylor (2004) hesaplamasının, IMF verilerine göre güncellenmiş halidir. ourworldindata.org tarafından görselleştirilmiştir.

Uluslararası sermaye akımlarının en önemli alt bileşimlerinden olan doğrudan yabancı yatırımların düşük, orta ve üst gelir grubuna göre dağılımını Şekil 3’te görmekteyiz. Doğrudan yabancı yatırımlar; finansal serbestleşme literatüründe, iktisadi büyüme üzerine olumlu etkileri en belirgin olan kompozisyonudur. Ancak bu yatırımların varlığı yine zorunlu olarak uluslararası finansal entegrasyonu gerektirmektedir. Yabancı şirketler döviz kuru konvertibilitesi sağlanmamış, uluslararası finansal akımların kısıtlı olduğu ülkeleri tercih etmemekte; tercih etse dahi gerekli düzenlemeler için baskı oluşturmaktadır.





**Şekil 3:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar, GSYH'nin yüzdesi olarak net girişler

**Kaynak:** Dünya Bankası verileri ile ourworldindata.org tarafından görselleştirilmiştir.

Son 50 yılda oluşan dünya ekonomi sisteminin zorunlulukları veya küresel sermayeden faydalanma niyeti ile de olsa finansal liberalizasyonun doğrudan iktisadi büyüme üzerine etkileri literatürde hala ortak bir fikrin oluşmadığı bir konudur. Nitekim 2008 yılında Amerika'da başlayıp tüm dünya ülkelerini etkileyen finansal krizin arkasından, 2012 yılında finansal entegrasyonun kurumsal destekçisi IMF dahi IMF's Institutional View (IV) adlı raporunda sermaye akımlarının risklerinden bahsederek, bazı durumlarda sermaye kontrolleri uygulamanın gerekli olduğunu ifade etmiştir<sup>1</sup>. Bu rapora göre finansal serbestleşme öncesinde kurumsal gelişim özellikle finansal altyapı gelişmiş olmalı ve bazı eşik miktarların üzerinde olmalıdır. Ayrıca finansal liberalizasyon iyi planlanmalı, sıralaması doğru ayarlanmalıdır. Ayrıca raporda tüm ülkelerin nihai bir amaç olarak tam finansal serbestiye geçmesinin beklenmediği ifade edilmiştir(IMF, 2012).

2008 krizinin etkileri geçtikten sonra uluslararası sermaye hareketleri tekrar eski seviyelerine doğru artmaya devam etmiştir. Ancak 2015 yılında Amerikan Merkez Bankası FED'in bütçesini sıkılaştırmaya ve faiz artırımına gideceğine dair söylemi

<sup>1</sup> IMF'in sermaye hareketlerini kısıtlamanın bazı durumlarda faydalı olacağına dair kurumsal görüş değişikliğine dair kapsamlı bir çalışma için Gallagher ve Ocampo (2013) makalesine bakılabilir.

gelişmekte olan ülkelerden ciddi fon çıkışına ve finansal piyasalarda dengesizliklere neden olmuştur. 2019-2020 Covid salgının etkileri nedeniyle yaşanan korkular tekrar uluslararası finansal akımların hızlıca yer değiştirmesine ve finansal piyasalarda türbülansa neden olmuştur. Dış finansman ihtiyacı üzerine kurulan ekonomik yapılar global şoklara açık hale gelmişlerdir. Nitekim Türkiye’de benzer sıkıntılar yaşamış ve kısa vadeli dış finansmandan vazgeçtiğini açıklamıştır.

Özetle uluslararası finansal piyasalara entegrasyon hala güncel ve net görüşlerin oluşmadığı bir alandır. Tezimizde finansal liberalizasyonun teorik temelleri, kriz yaşayan ülkelerden örnekler, teoriye yapılan güncel katkılar ele alınacaktır. Çalışmamız son olarak 100 üzeri ülkenin verisi ile finansal açıklığın ekonomik büyüme ile ilişkisini inceleyecektir.

### **Çalışmanın Önemi**

Finansal sistemin dışa açılması ve üzerindeki baskıların kaldırılması yoluyla sermaye ve para piyasasında rekabet yoluyla etkinliğin artacağı ve daha zayıf firmaların daralma süreçlerinde elenerek nihai olarak daha sağlam ve güçlü kurumların ortaya çıkacağı görüşü; finansal liberalizasyon ve açıklık politikalarını destekleyen teorinin temel dinamiğini oluşturmaktadır.

Finansal açıklığın övgüye değer nihai amaçlarına rağmen, politika uygulamasında özellikle gelişmekte olan ülkeler ciddi finansal krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Yukarıda anlatılan büyümenin finans sektörünü takip ettiği görüşünün aksine Robinson’un (1952) arz yanlı görüşünün de yani aslında finans sektörünün büyümeyi takip ettiği, ilişkinin ters yönlü olduğu fikri, bazı yazarlarca tekrar dikkate alınmıştır. Yine Stiglitz’in (2000) yaptığı çalışmada finansal liberalizasyon dikkatli bir şekilde uygulanmazsa, ekonomide dengesizliğe ve finansal krizlerin artmasına yol açacağı sonucuna ulaşmıştır.

Günümüzde artan internet teknolojileri, ucuzlayan ve etkinliği artan taşıma imkanları ile dünya neredeyse tek devlet gibi olmuştur. Küresel markalar ve gelişen tedarik zinciri ile ürünler dünyanın neredeyse her ülkesinde aynı anda satışa çıkabilmektedir. Tüketim ve üretim trendlerinin tüm dünyada benzer hale gelmesi, kaçınılmaz bir finansal serbestlik politikası gerekmektedir. Ancak yabancı sermaye akımları ve oluşturdukları etkiler dikkatlice takip edilmelidir. Uzun süren yabancı sermaye akımları reel döviz kurlarını düşürerek ülkenin rekabetçiliğini azaltabilir ve dış ticaret dengesini kalıcı olarak

bozabilir. Yüksek miktarda yabancı borç ise ülkeyi bağımsız makroekonomik politikalar yapabilmekten alıkoyabilir. Yüksek miktarda dış borçlar, ülkeyi döviz kuru üzerinden kırılgan hale getirebilir ve böylece bağımsız bir para politikası izlemesini engelleyebilir. Ayrıca yabancı sermaye global şoklara ve trend değişimlerine oldukça duyarlıdır. Ülke içinde makroekonomik göstergelerde hiçbir sorun olmasa dahi global şoklar veya çevrimler nedeniyle, çıkış yapan yabancı sermaye ülkeyi krize sürükleyebilir.

Özetle yabancı sermayeye bağımlılığın oluşturduğu kırılganlıklar, günümüz gelişmekte olan ülkeleri için hala problem teşkil etmektedir. Finansal açıklığın büyüme üzerine etkilerini inceleyen çalışmamızın sonuçları bu konuda oluşturulacak politikalar için kaynak teşkil edecektir.

### **Çalışmanın Amacı**

Uluslararası sermaye akımlarına yönelik kısıtlamalar 1980'li yıllarda gelişmiş ekonomilerde ve 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ekonomilerde kaldırılmaya başlanmıştır. Günümüzde ise hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli oranda doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı sermayeye ait finansal kuruluşlar bulunmaktadır. Ülke tahvilleri, şirket tahvilleri ve hisse senedi sahipliklerine bakıldığında yabancı oranlarının her ülkede yüksek olduğu görülmektedir. Kısa ve uzun vadeli yabancı sermaye akımları, kamu ve özel sektör finansmanın önemli bir parçası haline gelmiştir. Ancak yabancı sermaye birçok ülkede spekülasyon hareketleri yapmakta, bölgesel veya küresel şoklarda hızlıca çıkışlar gerçekleştirebilmektedir. Ayrıca yabancı sermayeye aşırı bağımlılık ülkenin kırılganlığını artırmakta ve makroekonomik politika özgürlüğünü kısıtlamaktadır. Çalışmanın amacı finansal açıklıkla ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri tespit etmek, uzun dönemde finansal açıklığın faydalı veya zararlı olup olmadığını kişi başına gelirle hesaplanan milli gelir göstergesi üzerinden tespit etmektir.

### **Çalışmanın Yöntemi**

Çalışma finansal açıklığın büyüme üzerine uzun dönemli etkilerini tespit etmek amacıyla, 55 ülkenin 1980-2015 arası verileri ve 52 ülkenin 1988-2015 verilerini kullanarak güncel panel veri analizi yöntemlerini takip etmiştir. Ülkeler Dünya Bankası'nın gelir sınıflandırmasına göre ayrıştırılarak gruplanmıştır. Modelde bağımsız değişkenimiz sabit

fiyatlara kişi başına düşen gelir değişkenidir. Nüfus etkisinden arındırılmış iktisadi büyümeyi görebilmek açısından önemli bir göstergedir. Bağımlı değişkenlerimiz ise:

Finansal açıklık: uluslararası yatırım pozisyonundan elde edilen uluslararası varlık ve yükümlülüklerin toplamının milli gelire oranı ve net uluslararası varlık pozisyonunun milli gelire oranı. Her iki değişken için iki ayrı model kurulmuştur.

Enflasyon oranı: Makroekonomik istikrarın göstergesi olarak

Ticari açıklık: ithalat ve ihracatın toplamının milli gelire oranı olarak. Uluslararası ekonomik entegrasyonun iki ayağı bulunmaktadır: ticaret ve finans. Ticari açıklık arttıkça finansal açıklıkta doğal olarak artma eğiliminde olacaktır.

Finansal gelişme indeksi: IMF'in hazırladığı indeks finansal piyasaları ve kurumları; derinlik etkinlik ve ulaşılabilirlik açısından inceleyen bir hesaplamadır. Bu veri hem finansal gelişmeyi hem de kurumsal gelişme göstergesi olarak eklenmiştir.

Doğumda yaşam oranı: bu oran ülkenin geliri, sağlık altyapısı, gelir dağılımı gibi bir çok faktörden etkilenen sosyoekonomik kalkınmanın ve altyapıdaki gelişimin göstergesi olarak kullanılmıştır.

Panel veri tekniklerinden güncel yöntemler tercih edilmiştir. Zaman serisinde analizlerde sapmalara neden olan yatay kesit bağımlılığı veya değişkenlerin durağan olmaması sorunlarına getirilen çözümler son yıllarda panel literatüründe de uygulanmaya başlanmıştır. Bu bakımdan değişkenlerimizde bulunan yatay kesit ve birim kök sorunları dikkate alınarak uzun dönemli ilişkilerin varlığı eşbütünleşme yöntemleri ile test edilmiştir. Ayrıca ülke eğim katsayılarının homojen olup olmadığı da tespit edilerek heterojen duruma uygun tahminler seçilmiş ve havuzlama yöntemleri kullanılmamıştır. Uzun dönem katsayı tahminleri AMG ve CCEMG tahminleri ile yapılmıştır. Her iki tahminci için hem ülke hem panel sonuçları raporlanmıştır. Ayrıca açıklayıcı değişkenlerin modelde ciddi sapmalara neden olup olmadığını tespit etmek için açıklayıcı değişkenlerin dışlandığı model tahminleri de eklenmiştir. Ayrıca nedensellik testleri yapılarak, katsayı tahminleri ile kapsayıcı yorumlar yapılmıştır.

# 1. BÖLÜM: FİNANSAL PİYASALAR, FİNANSAL LİBERALİZASYON VE FİNANSAL LİBERALİZASYONUN TEORİK TEMELLERİ

Bu bölümde finans büyüme ilişkisi çerçevesinde, finansal piyasaların iktisadi sistem içindeki işlevlerine değinildikten sonra finansal liberalizasyon iç ve dış olarak ayrı ayrı incelenecektir. Sonrasında finansal liberalizasyonu, finans-büyüme ilişkisi çerçevesinde kalkınmanın temeline koyan McKinnon-Shaw hipotezi ve bu hipoteze yönelik temel eleştirileri içeren diğer görüşler aktarılacaktır.

## 1.1. Finansal Piyasaların İşlevleri

Finansal piyasalar ekonominin işleyişinde birçok önemli görevi yerine getirmektedir. Fonların toplanması ve yatırımları finanse etmesi gibi en temel görevlerinin yanında birçok farklı işlevi de yerine getirmektedirler. Sermaye piyasaları zamanlar arası sermaye akımlarını düzenlemenin yanında, riski kontrol edilebilir şekilde üstlenmek ve bilgi oluşturmak gibi görevleri de ifa ederler. Bu sayede yatırım ve tasarruflar arasında etkinliği sağlarken ekonominin büyümesine de katkı sağlamış olurlar.

Finansal piyasaların ekonomide gördüğü işlevleri şu şekilde özetleyebiliriz.(J. E. Stiglitz, 1994)

- Kaynak transferi: Tasarruf sahiplerinin fonlarını borç almak isteyen firma ve bireylere aktaran mekanizma işlevini görür.
- Sermaye birikimi: Bireysel veya küçük çaplı tasarrufların fonlayamayacağı projeleri, birikimleri bir araya getirerek fonlama imkânı oluşturur.
- Kredi seçimlerini yapmak: Kredi çekmek isteyen yatırımcılar ve projeler arasında etkin seçimler yaparak, tasarruf sahiplerine vaat edilen ödemeleri yapmaya çalışmak
- Kredi takibi: Finansal kurumlar kredi verdikten sonra kredinin doğru yerlerde kullanılıp kullanılmadığını ve geri ödeyememe risklerine karşı kredinin takibini yapmak isterler.
- Sözleşmelere uyulmasının takibi: Borç alanların geri ödeme yapabileceklerinden emin olmak için takibini yaparlar.

- Risk dağıtma mekanizması görevi görmek: Sermaye piyasaları sadece kredi mekanizması ile açıklanamaz. Bunun yanında tahvil, bono ve hisse senedi gibi birçok fonlama aracı mevcuttur. Finansal piyasalarda yapılan işlemlerin birçoğu mevcutta olan finansal araçların değişimi ve takası üzerinedir. Finansal piyasaların görevlerinden biri de bu riskleri transfer etme, paylaşma veya havuzlama yöntemiyle dağıtmaktır.
- Çeşitlendirme: Finansal yatırımların birbirinden farklı projelere gitmesini sağlayarak, borç verme havuzunun riskini düşürmekte finansal piyasaların önemli işlevleri arasındadır.
- Kayıt tutmak: Tüm finansal işlemlerin kaydını tutarak sistemin devamlılığını sağlamakta görevleri arasındadır.

Rodrik (1998) finansal piyasaların, mal piyasaları gibi etkin çalışacağını (mal piyasalarında bile yeterli etkinlik ve tahmin edilebilirlik bulunmazken) bu sebeple malların serbest ticaretinden sağlanan kazançların aynısının finansal piyasaların serbestleştirilmesi ile kazanılacağı görüşüne karşı çıkar. Ona göre finansal piyasalar asimetrik enformasyon, koşullu yükümlülük piyasalarının eksikliği ve sınırlı rasyonellik gibi sebeplerle sürekli kusurlu haldedir. Finansal piyasalardaki bu kusurlar nedeniyle ortaya çıkan ve çıkması sürekli muhtemel durumları şu şekilde özetlemiştir.

- Finansal piyasalar asimetrik enformasyon ve sigortalama mekanizmalarına olan güven nedeniyle riskli projeleri aşırı finanse etmeye yatkındır.
- Finansal sistem kısa dönemli yükümlülükleri ve uzun dönemli varlıkları nedeniyle her zaman banka kaçıışı ve finansal paniklere açık bir yapı olmuştur. Kapalı finansal sistemlerde devlet garantisi ve son kredi mercii olarak merkez bankasının varlığı finansal sistemin dengesiz durumunun krize dönüşmesini engelleyebilir. Ancak uluslararası düzlemde aynı görevi görecektür kurumlar yeteri kadar gelişmiş değildir. IMF bu görevi üstlense de genelde krizden sonra devreye girer. O sebeple finansal serbestleşme ülkeler arası işlemler nedeni ile banka kaçıışına benzeyen finansal kriz riski oldukça fazladır.
- Piyasalar finans veya şirket yöneticilerinin yeterli donanıma sahip ve kararlarını rasyonel şekilde aldığını düşünür. Halbuki gerçek durum sürü davranışına daha yatkındır. Sürü psikolojisi finansal piyasalarda dalgalanmaya neden olarak bulaşma etkisini artırabilir.

- Finansal varlıkların değerlemesinde beklentilerin önemli rolü vardır. Gelecek getirinin bugünden fiyatlanması çokça rastlanan bir durumdur ve piyasalarda yanlış ve şişkin fiyatların oluşmasına neden olabilir.

## 1.2. İç Finansal Liberalizasyon

1970'li yıllara kadar gelişmekte olan ülkelerde Keynesyen ve Yapısalcı yaklaşımın da etkileri ile finansal sektörü baskılamanın, reel faiz oranlarını düşük tutmanın ve kredilerde sektörel tercihler yapmanın; toplam yatırımı ve ekonomik büyümeyi artıracığı düşünülmekte idi. Senyoraj ve enflasyon vergisinden kaynaklı parasal genişleme yoluyla finansal sektörden elde edilen gelir imkanları, hükümetleri bu politikaları uygulamaya devam etmek için teşvik etmekteydi. Yeterli vergi geliri toplayamayan gelişmekte olan ülkeler için finansal baskı ile faizlerin düşük tutulması önemli bir finansman yöntemi olarak kullanılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda bankalara uygulanan yüksek rezerv politikası, tavan faiz uygulamaları, ve kredi tayinlaması yöntemleri izlenmiş; enflasyon da çoğunlukla reel borç miktarını azalttığı için gizli bir vergi olarak kullanılmıştır.(Auerbach ve Siddiki, 2004, s. 247)

İç finansal liberalizasyon genel anlamda faiz oranı tavanlarının ve finansman üzerindeki miktarsal kısıtlamaların kaldırılması ve piyasaya terkedilmesini ifade etmektedir. Ghosh (2005) iç finansal liberalizasyonun aşamalarını şu şekilde sıralamıştır:

- Faiz oranları üzerindeki baskının kredi ve mevduat olmak üzere iki yönlü olarak kaldırılması ilk ve en önemli aşamadır. Faiz oranı tavanlarının ve kredi tayinlamasının kalkması neticesinde bankalar hem mevduat sahiplerini ikna edecek hem de kredi verirken geri dönüşü dikkate alacaktır. Oluşacak rekabet ortamı finansal aracılık karlarını sınırlandırırken, tasarrufların verimli yatırımlara ulaşmasını sağlayacaktır.
- Devletin finansal aracılık rolünden çekilmesi ile kalkınma bankalarının normal bankalara çevrilmesi ve diğer kamu sermayeli bankaların özelleştirilmesi diğer bir aşamadır. Böylece devlet sermayenin yeniden tahsisinde piyasayı yönlendirici rol oynamayacak, kamu kaynaklarından doğrudan kredi ve özel kredi imkanları oluşturulmayacak.
- Menkul kıymetler borsası üzerindeki baskıların; yatırımcı ve şirketler olarak çift yönlü olarak kaldırılması: firmaların borsaya kote olmalarının kolaylaştırılması

ve yatırımcıların kredi imkanları dahil serbest bırakılarak bu şirketlere yatırım yapması sağlanmalıdır.

- Finansal sektör firmalarının farklı finans alanlarında yatırım yapmasına izin verilmesi: finansal aracılardan sadece faaliyet gösterdikleri dar alanda kalmamaları ve mesela mevduat bankalarının aynı zamanda sigortacılık, yatırım fonları yönetimi veya ticari bankacılık gibi alanlarda da hizmet vermesinin önündeki engellerin kaldırılması ile finansal yapının bağlantılarının kuvvetlenmesi amaçlanmaktadır.
- Finansal enstrümanların artırılması: özellikle firma ve finansal kuruluşların borçlanma amacıyla tahvil ve bono çıkartabilmeleri ve bu kağıtların işlem göreceği ikincil piyasaların oluşturulması.
- Bankacılık risklerinin finansal enstrümanlar vasıtası ile aktarılmasına izin verilmesi: geleneksel bankalar kısa vadeli mevduatlarla yine kısa vadeli ve sınırlı miktarda kredi imkânı yaratabilir. Ancak büyük miktardaki ve uzun vadeli yatırımların gerçekleştirilmesi için bankaların bu riskleri almak isteyen kurumlara aktarabileceği finansal varlıklara izin verilmelidir.

### **1.3. Dış Finansal Liberalizasyon**

1970'li yıllarla birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler uluslararası finansal sisteme hızlıca entegre olmaya başlamıştır. Finansal serbestleşme ve ticari serbestleşme beraber artmış olsalar da finansal entegrasyon, ticaretten çok daha fazla gerçekleşmiştir. Milli gelirin içindeki paylara bakıldığında uluslararası finansal akımların payı kriz yıllarında sektöre uğrasa dahi artmaya devam etmektedir.

Akyüz (1993) dış finansal serbestleşmeyi; yerlilerin yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülük alabilmesi ve yabancıların yerel finansal piyasalarda işlem yapabilmesine verilen izinler olarak tanımlamaktadır. Yazara göre üç temel değişiklik vasıtası ile finansal açıklık izlenebilir. Birincisi yerlilerin uluslararası piyasalardan borç alması ve yabancı yatırımcıların serbestçe yerel finansal piyasalara yatırım yapabilmesidir. İkincisi yerli yatırımcıların sermayelerini yurtdışına çıkarabilmeleri ve yabancı yatırım araçlarını alabilmeleri ile yabancıların yerel piyasadan borç alabileceği mekanizmalar oluşturmaktır. Üçüncüsü yerel finansal işlemlerin yabancı para cinsinden yapılmasına izin vermektedir.



Ghosh (2005) ise dış finansal liberalizasyonun aşamalarını şu şekilde sıralamıştır:

- Yurtdışı yerleşiklerin yurtiçi finansal araçlara yatırım yapmasına izin verilmesi: böylece yurtiçi yerleşik firmaların dış finansmana devlet garantisi ve yönlendirmesi olmadan ulaşımı sağlar. Piyasaya yeni finansal yatırımların gelmesi (genelde satın alma yöntemleri ile gerçekleşir) yabancı kurumsal yatırımcıların daha kolay yatırım yapmasına imkân tanır.
- Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışı finansal araçlara yatırım yapmasına izin verilmesi: bu imkânın tanınması ile kriz zamanlarında sermaye kaçıışı yaşanabilir. Yurtiçi tasarrufların yatırımlardan fazla olduğu durumlarda ise döviz kuru dengesinin sağlanması için fazladan rezerv biriktirme gibi baskıların azaltılmasında yardımcı olabilir.
- Döviz varlıklarının yerel finansal sistem içinde tutulabilmesine izin vermek: yurtiçi yerleşiklerin finansal varlıklarını yabancı para üzerinden yerel finansal aracılık kurumlarında tutabilme imkanını ifade eder. Dolarizasyon olarak da ifade edilen durumdur.

Finansal serbestleşme politikaları ilk olarak iç finansal sistem üzerindeki baskıların kaldırılmasını ve ülke içinde tasarruf-yatırım mekanizmasının finansal piyasalar üzerinden işler hale getirilmesini amaçlamaktadır. Bu bakımdan 1970'lerde ortaya atılan ilk finansal liberalizasyon teorileri, yurtiçi finansal baskının daha açık ifadeyle faiz oranlarını devletin belirlemesinin ülke içinde tasarrufların başka şekilde değerlendirmesine yol açacağı savunmuştur. Finansal gelişme ve büyüme arasında doğrudan ve pozitif bir ilişkiyi, örtük biçimde kabul eden bu teorilere göre tüm tasarruflar rekabete açılmış finans sistemine girmeli ve rekabetin getirdiği etkin mekanizmalar sayesinde doğru ve verimli projeleri finanse ederek iktisadi büyümeyi bir üst patikaya taşımalıdır. Finansal baskının ve rekabetçi bankacılık sisteminin etkisiyle iç finansal piyasalar belli bir olgunluğa ulaşmalı ve sonrasında uluslararası sermaye hareketlerine izin verilmelidir. Uluslararası sermaye hareketleri ise rekabetin boyutunun artması nedeniyle tasarrufların en etkin kullanılma yöntemi olacaktır. Tasarruf açığı olan ülkeler verimli projelerini dış kaynaklarla finanse ederken, tasarruf fazlası olan ülkelerde fonları için daha yüksek getiri arayışına girecektir. Bu durum sermayenin uluslararası alanda tahsisini sağlayacak ve toplam verimliliği artıracaktır. Serbest ticareti savunan uluslararası iktisat teorileri de benzer gerekçelerle dış ticaretin serbestleştirilmesini

istemektedir. Onlara göre serbest dış ticaret sayesinde her ülke en verimli olduğu alanlarda üretim yapacak ve diğer ihtiyaçlarını ticaret sayesinde karşılayacaktır. Dış finansal liberalizasyon ile de sermayenin etkinliği artacaktır.

#### **1.4. McKinnon-Shaw Hipotezi**

McKinnon ve Shaw hipotezi olarak da bilinen finansal liberalizasyon teorisi temelde finansal baskı kavramına dayanmaktadır. Finansal baskı, devletin iç finansal sistemde faizleri olması gereken düzeyin altına baskılamasının verimsizlikle sonuçlanacağı tezine dayanır. Finansal kurumlar ve finansal gelişme ile büyüme arasındaki ilişki iktisat literatüründe daha önce de vurgulanmıştır. Schumpeter<sup>2</sup>'in finans ile büyüme üzerine fikirleri en azından ekonominin genişleme evrelerinde finansal baskının kaldırılması ve kredilerin daha inovatif alanlara aktarılmasına izin verilmesi şeklinde idi(Chaloupek, 2006, s. 251). Ekonomik büyümeye talep çekişli ve arz itişli olarak bakan iktisatçılar arasında finansal liberalizasyonu savunanlar arz yönlü görüşü savunmaktadırlar. Finansal baskı yani faiz oranları üzerindeki baskının kalkması ile ödünç verilebilir fonların miktarı artacak ve bu fonlar finansal araçlar sayesinde sermaye miktarını artırarak üretimi ve özellikle verimli sektörleri finanse edebilir hale gelecektir.(Arestis, Nissanke ve Stein, 2003, s. 247)

McKinnon ve Shaw finansal liberalizasyonu geliştirmekte olan ülkeler için iktisadi kalkınmanın dayanak noktası olarak görmekteydi. Onlara göre kalkınmayı sağlayacak olan yüksek tasarruf miktarı ve bunun sağlanabilmesi içinde faiz oranlarının tasarrufu teşvik edecek kadar yüksek olmasıydı. Faiz oranlarının baskı ile düşük tutulması neticesinde finansal sistem yeteri kadar derinleşmeyecek, faiz oranlarının yükseltilmesi neticesinde tasarruf miktarı artacak, aşırı talep dizginlenecek ve böylece yatırımlarda kullanılacak fon miktarında artma yaşanacaktır. Shaw'ın modeli Keynesyen görüşün aksine klasik modele daha yakındır çünkü tasarruf ve yatırım miktarının asıl belirleyicisi olarak reel faiz oranını dikkate almıştır. Yüksek reel faiz ayrıca insanlara birikim yapmayı ve daha yüksek getirili varlıkları alabilecek imkanı ve zamanı tanımaya da yarayacaktır (Molho, 1986, s. 91). Temel vurgu zamanlar-arası tüketimi reel faiz ile etkileyebilme kabulüne dayanmaktadır. Tasarrufların artması ve piyasa faizlerinin serbestçe

---

<sup>2</sup> İş çevrimleri ve yaratıcı yıkım gibi teorileri literatüre kazandıran Avusturya kökenli iktisatçı.(1883-1950)

belirlenmesi neticesinde fonlar daha verimli yatırımlara yönlenecek böylece verimlilik artışı yaşanacaktır. Finansal varlıkların getirilerinin artması ise daha fazla tasarrufa ve nihayetinde daha hızlı büyümeye kaynak olacaktır.

Shaw (1973) çalışmasında finansal liberalizasyonu tavsiyesini özetle şöyle açıklamıştır: “Finansal liberalizasyon argümanımın faiz oranlarında kıtlık fiyatlamasını tavsiye etmesinin sebebi bu sayede tasarruf oranının artması, tasarrufların kullandırılmasında daha dikkatli davranılması, böylece sermaye yatırımlarının ikamesi olarak emek talebinin artması ve gelir dağılımının düzelmesine destek vermesidir.” (Shaw, 1973, s.121 akt. Balassa, 1993, s. 1)

Finansal liberalizasyon teorisi, reel faizlerin pozitif ve yüksek seviyede serbest bırakılması ile tasarrufların finansal sisteme akacağını ve finansal derinleşmenin gerçekleşeceğini savunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal baskı döneminde tasarruf sahipleri enflasyonun altında kalan finansal getiriler nedeniyle ya tüketimi öncelemekte ya da verimi düşük ancak enflasyondan korunma sağlayan konut, araç gibi fiziksel yatırımlara yönelmektedir. Üreticiler ise değerini koruyamadıkları parasal tasarruflarını stok yapmak için veya gerekmedikçe bile daha fazla sabit yatırım için kullanacak ve operasyonel ihtiyaçlar için daha az nakit tutma eğiliminde olacaklardır. Ülke içindeki negatif finansal getiriler ayrıca finansal sermayenin ülke dışına da kaymasına sebep olmaktadır. Finansal baskı altındaki finansal piyasalarda ise hükümet baskısı ve çıkar çevrelerinin etkileriyle kredi tayinlemesi yöntemleri izlenmekte, baskıyla ucuz tutulan kaynaklar ya hükümeti ya da çıkar gruplarını ucuz yolla finanse etmek için kullandırılmaktadır. Baskı altındaki faiz oranları neticesinde bankacılık sisteminde yeterli derecede ödünç verilebilir kaynak olmaması var olanların ise güç çevreleri ve kamu tarafından kullanılması neticesinde bankacılık sistemine alternatif olan tefecilik tarzı yapılarda gelişmekte olan ülkelerde yaygındır. Bu yapının rekabete kapalı ve düşük miktardaki finansal ihtiyaçları çok yüksek faiz oranları ile finanse ettiği için verimliliğe faydasının olmadığı açıktır. Finansal liberalizasyon teorisi; bankacılık altyapısının geliştirilmesi ve serbest piyasa şartları altında rekabete açık bir finansal sistemin nihayetinde etkinlik hipotezi çerçevesinde verimli projeleri finanse etmesi neticesinde ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceği görüşündedir. Bunun için sadece faizler üzerindeki finansal baskının kaldırılması yeterli olmayacaktır. Etkin bir finansal yapı için finansal kurumların sayılarının ve yaygınlıklarının, finansal varlıkların vade ve

çeşitliliğinin artması da ön koşul olarak gereklilikler arasında sayılmıştır. (Balassa, 1993),(Auerbach ve Siddiki, 2004)

Borç alma ve verme faiz oranlarının baskı altında tutulmasının ekonomiye etkilerini finansal liberalizasyon teorisi (McKinnon ve Shaw) çerçevesinde şu şekilde özetleyebiliriz. (Auerbach ve Siddiki, 2004, s. 249)(Fry, 1989, ss. 15–16)

- Düşük tutulan faiz oranları iktisadi birimlerin tüketim tercihlerini öne çekmelerine, gelecek tüketimleri için birikimi azaltmalarına böylece yatırım ve tasarrufların optimal seviyelerinin altında kalmasına neden olmaktadır.
- Düşük faiz oranları sebebiyle; tasarruflarını borç verme yöntemi ile kullanırmak isteyenler birikim yaparak yüksek getirili üretken yatırımları finanse etmek yerine, düşük getirili doğrudan yatırımlarla ilgileneceklerdir.
- Düşük faizle bankalardan borçlanan yatırımcılar kullandıkları fonları sermaye-yoğun yatırımlar için kullanacaklardır. Çünkü sermaye malları için çekecekleri kredi maliyeti enflasyonun oldukça altında bir oran olduğu için ayrı bir finansal fayda sağlayacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde emek miktarının yoğunluğu düşünülürse bu yatırım tarzı verimsizliğe, işsizliğin yükselmesine ve gelir dağılımının bozulmasına da sebebiyet verecektir.
- Yatırımcılar düşük getirili ve verimsiz yatırımlarını piyasa şartları altında belirlenen faiz oranı ile finanse ederek devam ettirebileceklerdir. Enflasyonun üzerinde veya civarında belirlenmiş bir faiz oranı ile devam edemeyecek yatırımların bu şekilde finansmanı ise genel bir verimsizlik haline işaret etmektedir.
- Finans kurumlarının gelirlerinin baskılanması ise bu kurumların borç verdikleri kişiler ve projeleri araştırmak ve doğru tercihleri yapmak konusunda isteksiz hale getirecektir. Enflasyonun altında verilen kredilerin zaman geçtikçe reel değerlerindeki kayıplar nedeniyle daha kolay geri ödeneceği bu sebeple proje veya kişi bazlı incelemelerin çok da gerekli olmadığı düşünülmektedir.

McKinnon ve Shaw modelleri finansal baskı uygulamasının tasarruf, yatırım ve büyümeyi olumsuz etkilediğini belirtirken, modellerinde finansal baskının büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini açıklayan aktarım mekanizmaları farklıdır.

McKinnon modelinde para talebi ve fiziksel sermaye talebi tamamlayıcı bir ilişki içerisindedir çünkü az gelişmiş ülkelerde gelişmemiş ve etkinlikten uzak finansal yapı neticesinde para ve sermaye arasındaki ikame ilişkisi oluşmamış ve düşük faizin yatırımları artıracığı mekanizma bu sebeple çalışmamaktadır. McKinnon tamamlayıcılık hipotezi iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bunlardan ilki yatırımların kendi kendini finanse ettiği hipotezi, diğeri ise yatırım harcamalarının tüketim harcamalarına göre daha bölünemez yapıda olmasıdır. Bu bakımdan paranın modeldeki yerini dışsal para modeli olarak tanımlayabiliriz. Tamamlayıcılık hipotezine göre firmaların fiziksel sermaye oluşturmakta yaşadığı zorluklar; firmaların yatırım yapmak amacı ile gerekli olan sermayeyi elde etmek için tasarruf biriktirmeye çalışmalarından kaynaklanır. Mevduat faizlerinde yaşanacak artış ile tasarruf etmenin ödüllendirilmesi ile firmalar sonraki yatırımları için tasarruf ederek, kendi kendini finanse etme miktarını artıracaklardır.(Molho, 1986, s. 102) Bu anlayışa göre para ve sermayenin tamamlayıcılık ilişkisi, sermaye oluşumunda paranın anlatılan rolünden kaynaklanır (Ang ve McKibbin, 2007, s. 217)(Auerbach ve Siddiki, 2004, s. 261).

Shaw modeli ise borç aracılığı görüşüne ve içsel para modeline dayanmaktadır. Kredi arzının artmasıyla, finansal aracilar yatırımları daha fazla fonlayabilecek ve büyüme; borç alma ve kredi verme mekanizması ile artacaktır. Finansal gelişmenin büyümeyi olumlu etkileyeceğini belirten içsel büyüme modelleri açısından Shaw modeli finansal baskının kalkmasıyla, finansal aracılık sisteminin gelişmesini amaçlamaktadır(Ang ve McKibbin, 2007)(Auerbach ve Siddiki, 2004, s. 261).

McKinnon ve Shaw modelleri finansal baskı ve ekonomik büyüme arasındaki mekanizmayı farklı tanımlasalar da nihai olarak her iki modelde de finansal baskının kalkması tasarruf, yatırım ve büyümeyi artıran bir sonuca ulaşmaktadır. Faiz oranları üzerindeki tavan uygulamaları kalktığında pozitif reel faiz uygulanacak ve mekanizma çalışmaya başlayacaktır. Her iki model içinde yatırım (I), reel faiz oranının (r) negatif bir fonksiyonunu ifade ederken; tasarruflar (S) reel faiz oranından (r) ve büyüme oranından (g) pozitif olarak etkilenmektedir.

McKinnon-Shaw modelini şekil üzerinde açıklamak gerekirse faiz oranları üzerinde hiçbir baskının olmadığı serbest piyasa koşullarındaki yatırım tasarruf eşitliğini Şekil 4'te E noktası ifade eder, burada reel faiz oranı  $r_e$  ve bu durumda yatırım ve tasarruf eşitliğini

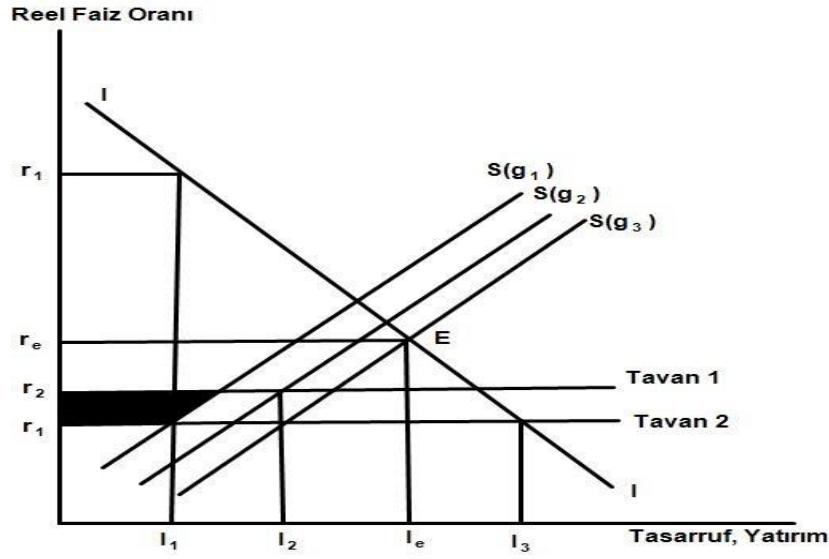
$I_e$  temsil etmektedir. Hükümetin faiz oranları üzerinde tavan uyguladığını (tavan 2) ve reel faiz oranının  $r_1$  olduğu durumu ele alalım. Bu durumda tasarruflar  $I_1$  seviyesinde olacağı için ancak bu kadar kredi verilebilir ve yatırım seviyesi de bu oranda gerçekleşir ancak bu reel faiz oranından  $I_3$  oranında yatırım yapacak kadar kredi talebi olacaktır. Uygulanan tavan faiz oranı sadece mevduat toplama üzerine ise ve kredi verme faiz oranları serbest ise toplanan mevduat  $r_1$  oranından kredi olarak verilecektir. Bu durumda çok yüksek bir faiz oranından alınabilen krediler neticesinde birçok karlı iş yapılamayacaktır. Eğer kredi verme faiz oranında da tavan fiyat uygulanıyorsa bu sefer yoğun talebe karşı sınırlı ödünç verilebilir fon durumu oluşacaktır ki bu durumda kredi tayinlaması<sup>3</sup> devreye girecektir. Ucuz fonu kullanabilenler ancak kredi verme mekanizmalarına etki edebilecek baskı gücüne sahip olan yapılara olacaktır. Bu durumda fonların etkin olarak kullanılamayacağı bir yapıyı ifade etmektedir.

Kamu otoritesinin tavan faiz uygulamasını esnettiği (tavan 1) durumu ele alırsak oluşacak reel faiz oranı  $r_2$  olacak, yatırım ve tasarruf miktarı ise  $I_2$  düzeyine yükselecektir. Bu durumda iktisadi büyüme oranı  $S(g_1)$ 'den  $S(g_2)$ 'ye yükselecektir. Reel faiz oranlarının yükselmesi neticesinde  $r_2$  faiz oranından az getiri beklenen projeler artık fonlanmayacaktır; bu durum daha verimli yatırımların fonlanmasına ve kredi tayinlamasının bir nebze azalmasına neden olacaktır.

Faiz oranları üzerindeki baskı kalktığında reel faiz  $r_e$ 'ye yükselirken yatırım ve tasarruf  $I_e$ 'ye yükselir ve iktisadi büyüme oranı da  $S(g_3)$ 'e yükselecektir. Bu durumda kredi tayinlaması kalmayacak  $r_e$  denge faiz oranının altında getiri beklenen projelerin fonlanmayacağı daha etkin bir duruma geçilecektir.

---

<sup>3</sup> Kredi tayinlaması genelde bankaların faiz oranlarını yeteri kadar yükseltmesine rağmen kesilmeyen kredi talebini riskli bulup, talep olmasına rağmen cari faiz oranından kredi vermedikleri durumu ifade eder. Finansal baskı modelinde ise tavan faiz uygulaması olduğu için cari faiz oranından gelen taleplerin bir kısmı mecburen karşılanamayacaktır. Bu durumda bankalar sınırlı fon için müşteri seçmek durumunda kalacaklardır. Geri dönüş ihtimali yüksek müşteriler tercih edilecektir. Projenin karlılığı gibi etmenler kredi vermede etkin olmayacaktır.



**Şekil 4: McKinnon-Shaw Hipotezi**

**Kaynak:** Auerbach ve Siddiki, 2004, s. 248

### 1.5. Neo-Post Keynesyen Eleştiri

Neo-Keynesyen ve Post-Keynesyen iktisatçılar; McKinnon-Shaw yaklaşımının tam tersi görüş belirterek finansal liberalizasyonun efektif talebi düşürüp iktisadi büyümeyi azaltacağını ve finansal sistemde dengesizliklere yol açacağını belirtmiştir. McKinnon-Shaw modelinde faiz oranları üzerindeki baskının kaldırılması ile yatırım tasarruf arasındaki denge, piyasa faiz oranları etrafında gerçekleşecektir görüşü hakimdir. Ancak post-keynesyenler yatırım kararlarını, gelecek hakkındaki beklentiler ve siyasi belirsizlikler gibi başka temel unsurlarında etkilediğini belirtmişlerdir. Tasarruflar konusunda ise Keynesyen görüş yine tamamen farklı düşünülmektedir. Keynesyen görüşe göre tasarrufların artması mutlaka yatırımları da artıracak değildir. Özellikle borçlanma sürecinde asimetrik enformasyon, dışsallıklar ve ölçek ekonomilerinin varlığı gibi nedenlerle piyasa başarısızlıkları daha çok ihtimal dahilindedir. Bu başarısızlıklar; iyi düzenlenmemiş piyasalarda finansal istikrarsızlıklara neden olabilir(Auerbach ve Siddiki, 2004, s. 250).

Post-Keynesyen görüşe göre sermaye birikimi ve büyüme oranı efektif talep tarafından belirlenmektedir. Efektif talebi belirleyen temel unsurlar ise büyük ölçüde sınıf çatışmasına dayanan gelir dağılımı durumudur. Ayrıca post-keynesyen görüşte para arzı içsel ve talebe göre belirlenir. Tüm bu hipotezler çerçevesinde faiz oranlarının artırılması efektif talebi azaltacak ve büyümeyi düşürebilecektir. Yüksek faiz oranları nedeniyle

beklenen yüksek verimlilik içeren üretim modeli ise emek talebini düşürücü etki yapabilir. İlk etapta verimlilik artışı nedeniyle aynı çıktı düzeyi oluşmuş gibi gözükse de işsizliğin artması nedeniyle yaşanan gelir dağılımındaki bozulmanın büyüme üzerinde olumsuz etkileri olacaktır. Özellikle ekonomide yüksek kapasite kullanımının olduğu durumda faiz oranları artırılırsa, gelir dağılımı iyice bozulup stagflasyona girme durumu vardır. Post-keynesyen görüşe göre tam kapasite kullanımında faizleri artırmak, enflasyonu düşürüp gelir dağılımını bir nebze düzeltebilir ancak bu durumda dahi büyüme üzerindeki etkisi pozitif olmayabilir. (Dutt, 1990, s. 211)

Post-keynesyen modelin faiz oranları serbestisi, bankacılık sektörünün özelleştirilmesi ve devletin kredi dağıtım kararlarına müdahale etmemesi olarak özetleyebileceğimiz finansal liberalizasyon modellerine diğer eleştirileri şu şekildedir. (Gibson ve Tsakalotos, 2007, s. 607)

Finansal liberalizasyonu eğer sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir açık ekonomi düzleminde düşünürsek; faiz oranlarının artması döviz kurlarında reel olarak değerlenmelere neden olabilir bu durumda dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozarak, ticarete açık olan sektörlerde rekabet etkisiyle daralmaya yol açabilir. Nihai olarak azalan çıktı düzeyi ekonomiyi küçültebilir.

Bankacılık sektöründe özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin olarak kredi ve vade uyumsuzluğu söz konusudur. Genelde krediler uzun vadeli ve sabit faizli verilirken, mevduatların vadeleri kredilere göre oldukça kısadır. Süreç içinde faiz oranlarında ciddi yükselmeler yaşanması bankacılık sektörünü sıkıntılı bir duruma sokarak hiç kredi verilemez duruma getirebilir. Faiz oranlarında hızlı bir yükselmenin anlatılan sebepler neticesinde bankacılık sektörü ve finansal sektör üzerinde yıkıcı etkileri olabilir.

Faizlerin ve bankacılık sisteminin serbest bırakıldığı ülkede eğer kamu borçları yüksekse bu durum kamunun faiz giderlerini ve bütçe açıklarını artırabilir. Bankacılık sisteminin serbestleştirilmesi tavsiyeleri içerisinde rezerv oranlarının düşürülmesi ve sistemin kamu tahvillerini alıp almama noktasında serbest bırakılması da bulunmaktadır. Bu durumda yüksek borçlu kamu yapısının finansman imkanlarını iyice azaltacaktır. Her ne kadar finansal liberalizasyon literatürü kriz yaşayan ülkelerin ardından teorilerini güncelleyip liberalizasyon öncesi yapılması gereken ödevlerin arasına kamu borcunun düşük olması gerekliliğini koymuş olsalar da bu durumda post-keynesyen görüşe göre toplam talebin



önemli bir kısmını ifade eden kamu talebi düşeceği için büyüme üzerindeki etki olumsuz olacaktır.

### **1.6. Neo-Yapısalcı Görüş**

Mc-Kinnon-Shaw modelinde reel faiz oranlarının baskı ile düşük tutulması ve finansal yapının bu nedenle yeterli fona sahip olmadığı tezi savunulmaktadır. Bu durumda tasarruf sahipleri enflasyona karşı korunmak için altın, ev, arsa gibi verimsiz varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Bu tasarrufları daha verimli yatırımlara dönüştürmek için reel faiz oranı ve gelişmiş finansal aracılık sistemine ihtiyaç vardır. Neo-yapısalcı görüşün ise bu teze temel eleştirisi az gelişmiş ülkelerde bankacılık sistemi dışında var olan organize olmamış para piyasalarıdır. Hatta finansal kurumlar yeteri kadar gelişmiş olsa dahi şehirleşmenin az olduğu ülkelerde kırsal kesimde bu tarz borç alma ve verme ilişkilerinin varlığı devam etmektedir.(Van Wijnbergen, 1983, s. 434)

Neo-yapısalcı görüşe göre organize olmayan para piyasaları veya kaldırım piyasası dedikleri yapılar gelişmekte olan ülkelerde önemli miktarda finansal işlemin yapıldığı piyasalardır. Düşük gelirli ve kırsalda yaşayan insanların bu sisteme ulaşmaları daha rahat olmakta ve temel finansal kaynaklarını bu yapı oluşturmaktadır. McKinnon-Shaw yaklaşımında yüksek faiz oranları neticesinde verimli yatırımların finanse edileceği görüşü hatırlanırsa; bu sistem dışı fonlama yapan yapıların faiz oranları; enflasyonun ve bankacılık sisteminin üzerindedir. Finansal liberalizasyon modelinin beklenen çıktısı aslında hali hazırda başka yapılar tarafından çalıştırılmaktadır. Organize olmamış para piyasası ya da kaldırım piyasası; resmi finansal kuruluşların aksine zorunlu karşılık oranlarına da tabi olmadıkları için verimliliklerinin daha yüksek olması beklenir. Reel faiz oranlarının yükseltilmesi neticesinde kaldırım piyasası denen organize olmayan piyasadaki fonlar resmi finansal araçlara kayacaktır. Bunun ilk neticesi zorunlu karşılık ayırma zorunluluğu neticesinde ödünç verilebilir fon miktarında azalmaya sebep olmasıdır. Diğer önemli bir sonuç ise bankacılık sisteminin kaldırım piyasası kadar rekabetçi ve becerikli olmayışıdır. En azından gelir durumu düşük veya şehir merkezlerinden uzakta yaşayan insanlar için bu durum kayda değer sonuçlar doğurabilir. Bir kısım iktisadi ajanlar resmi finansal yapıdaki bürokratik işlemler ve mesafe sebebiyle finansman imkanını kaybedebilir. Sonuçta bankacılık sistemi en azından gelişmekte olan

ülkelerde yatırım tasarruf arasındaki aracılığı sağlamakta kaldırım piyasası kadar efektif olamayabilir.

McKinnon-Shaw modeli hane halkı varlıklarını nakit ve enflasyondan korunma araçları olarak iki kategoriye ayırmıştır ancak Neo-Yapısalcılar Tobin portföy yaklaşımını takip ederek üçüncü bir kategori olarak organize olmamış para piyasasının varlığına dikkat çekmişlerdir. Neo-yapısalcı görüşün en önemli iki temsilcisinden biri olan Taylor 1983 yılında yaptığı çalışmasında finansal liberalizasyon teorisine iki noktada itiraz getirmiştir. Birincisi faiz oranlarının artması toplam talebi düşürerek büyüme üzerinde beklenen etkiyi oluşturmayacağına dair keynesyen bakış açısıdır. İkinci görüş ise organize olmayan para piyasalarının varlığı altında faiz oranları artışının beklenen etkiyi yapamayacağıdır. Çünkü banka mevduatlarının artması ve toplam kredi verilebilir fonların artması için sisteme girecek paranın nerden geldiği önem arz etmektedir. Eğer enflasyondan korunma amaçlı alınan üretken olmayan varlıklardan bir akış sağlanırsa, ödünç verilebilir fonlar arttığı için etki olumlu olacaktır. Ancak bankacılık sistemine girecek para organize olmayan para piyasasından gelirse toplam ödünç verilebilir fon miktarı değişmeyecek hatta zorunlu rezerv politikaları neticesinde azalacaktır (Gibson ve Tsakalotos, 2007, s. 609).

Neo-yapısalcı görüşün finansal liberalizasyona temel eleştirisi gelişmekte olan ülkeler için organize olmayan finansal yapıların göz ardı edilmesidir. Kaldırım piyasası dedikleri bu yapının gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sistemine göre daha ulaşılabilir ve efektif yapılar olduğunu belirtmişlerdir. Eğer bankacılık sistemi yükselen faizler nedeniyle tüm parasal fonları çekecek bir yapıya dönüşür ise rezerv mekanizmaları nedeniyle toplam fonlamanın düşebileceği bir durumun oluşması ihtimali temel tezlerini oluşturmaktadır. Kaldırım piyasası dedikleri yapılara bu kadar önem atfetmeleri sonrasında birçok yazar tarafından eleştirilmiştir. Bu yapıların sağlıklı finansal aracılık yapamayacağı, herhangi bir mevduat koruması ve kredi takip mekanizması içermemesi gibi noktalar eleştirilmiştir.(Cho, 1990)

### **1.7. Piyasa Aksaklıkları**

Piyasa aksaklıkları veya finansal piyasalarda sürekli var olan bilgi asimetrisi nedeniyle; finansal gelişme ve bu amaçla yapılan finansal serbestleşmenin beklenen faydaları sağlamakta yetersiz olacağı bu bakımdan finansal piyasalarda devlet müdahalesinin ve

kontrolünün etkinlik açısından gerekli olacağı eleştirisi yapılmıştır. Joseph E. Stiglitz ve Weiss (1981), J. E. Stiglitz (1994), ve Joseph E Stiglitz (2000)'in eleştirilerine dayanan piyasa aksaklıkları kuramı temelde finansal piyasaların da mal piyasaları gibi tam rekabet ortamında çalışacağı ve etkin sonuçlar çıkaracağı görüşünü eleştirmektedir. Bu görüşe göre finansal piyasalar başarısız sonuçlar çıkarmaya yatkındır ve devlet müdahalesi ve gözetilmesi finansal piyasaların düzgün çalışması ve ekonominin performansını artıracak bir yapıda olması için gereklidir.

Joseph E Stiglitz ve Weiss (1981)'in finansal serbestleşmeye ilk ve temel eleştirisi; faiz oranları serbestisinin, borç alma-verme işlemlerinde etkinliği sağlayacağı ve kredi tayinlaması sorununu ortadan kaldıracığı fikrinedir. Onlara göre finansal serbestleşme hipotezi finansal piyasaların etkin çalışması için şu iki tezi savunur. İlki piyasa dengesinin arz ve talebin hareketlerine göre belirleneceği ve fiyatın dengede oluşacağı, böylece kredi tayinlaması olmaması için fiyat üzerindeki baskının kaldırılması görüşüdür. İkinci görüşleri finansal piyasalarda kısa dönemdeki dengesizlikleri belirsiz dışsal şoklara bağlıyken, uzun vadedeki etkinsizliklerin sebebi faiz oranları üzerindeki yasaya bağlı sınırlamalardır. Ancak Stiglitz'e göre piyasadaki devlet müdahalesi kaldırılrsa dahi kredi piyasasındaki denge doğal olarak kredi tayinlaması gerektirebilir. Bankalar kredi verirken sadece faiz oranına değil kredi riskine de bakmak zorundadır bu sebeple kredi çekenler arasında çeşitlendirme yaparak kredi havuzunun riskini düşük tutmak zorundadırlar. Kısacası bankalara sadece en yüksek faiz oranını ödemeye istekli kişilere kredi vermezler aynı zamanda kredi borcunu ödemesi kesin olan kişilere daha düşük faizle de olsa kredi vererek borç havuzlarını dengede tutmaya çalışırlar. Bu durumun temel sebebi ise tam bilgiye sahip olmanın mümkün olmamasıdır. Özetle kredi piyasasını dengeye getiren tek olgu faiz oranları değildir. Ters seçim problemi, faiz oranları artıkça finansal kurumlar açısından daha dikkat edilmesi gereken bir duruma dönüşebilir. Bankaların beklenen getirisi sadece faiz oranlarına değil borç alanın ödeme olasılığına da dayandığı için daha yüksek faizi ödemeye hevesli müşteriler doğal olarak daha riskli hale gelebilirler. Borç alanlar hakkında hiçbir zaman tam bilgiye sahip olunamayacağı için daha yüksek faizi ödemeye razı olanlar hakkında geri ödeme riskinin artacağı beklentisi oluşur. Yüksek faiz oranları geri ödeme imkânı yüksek güvenilir müşterileri dışlarken, riski yüksek müşterileri sisteme çekecektir bu sebeple bankacılık riskleri artacaktır. Faiz oranları üzerindeki kontrolün tamamen kaldırılması neticesinde kredi piyasasında geri ödeme

riskleri artarken, kredi çekenler açısından yatırımların beklenen getirisini düşürerek birçok etkin yatırımı dışlar ve başarılı olma ihtimali düşük ve yüksek getiri beklenen yatırımlar için çekilen krediler sistemin sağlığını daha çok bozar.

J. E. Stiglitz (1994) ise pahalı bilginin piyasa aksamalarına neden olacağını savunmaktadır. Çünkü finansal sistemi izleme ve bilgi sahibi olma görevi kamusal bir maldır. Devlet gereken kontrolleri yapmazsa piyasa oyuncuları bilgiye tam olarak ulaşamayacak ve kontrolsüz olduğunun farkında olan bankalar daha fazla risk alabileceklerdir. Ayrıca bu durum negatif dışsallıklara da neden olabilecektir. Finansal kurumlardan birinin sorun yaşaması mevduat sahiplerinin yetersiz bilgileri sebebi ile tüm finansal sistemi etkileyecek banka kaçışlarına varabilecek dışsallıklar oluşturabilir. Tam bilgiye doğaları gereği sahip olmayan finansal yapının rekabetçi bir ortam oluşturamayacağı da açıktır. Örneğin mevduat sahipleri bankalar arasında rahatça seçim veya değişiklik yapabilse bile bu durum kredi çekenler için gerçekleşmeyecektir. Mevcutta çalıştığı bankanın dışında bir bankadan kredi isteyen yatırımcının reddedilme olasılığı yüksektir çünkü yeni müşteri için tekrar bilgi toplamanın maliyeti vardır ve ters seçimle yeni firmanın kredilendirilmemesi muhtemeldir. Tüm bu nedenlerle en azından kredi verme kısmında finansal sistemin rekabetçi bir yapıda olmadığı anlaşılmaktadır.

Piyasanın doğasında olan bilgi eksikliği ve negatif dışsallık etkisi nedeni ile Stiglitz, finansal serbestleşme politikalarının başarısız olacağını iddia etmiştir. Stiglitz devletin finansal piyasalara müdahalesini savunmaktadır. Bu müdahale yönteminin ilki devletin finansal sistemin sigortası görevini görmesidir. Böylece kamunun; bankaların veya bir bütün olarak finansal sistemin batmasına izin vermeyeceği fikri herhangi bir sorun yaşandığında tüm finansal yapıyı risk altına sokacak banka kaçışlarından kurtaracaktır. Eksik bilgiden kaynaklanan negatif dışsallık sorunu devletin sigortacı olarak finansal sistemin tepesinde bulunması ile aşılabacaktır.

Stiglitz ayrıca finansal baskı ile faiz oranlarının düşük tutulması gerektiğini düşünmektedir. Böylece finansal baskıdan kurtulmayı rekabetçi bir yapı ile büyümenin yolunu açan bir uygulama olarak gören McKinnon-Shaw hipotezinin tam karşısında durmaktadır. Stiglitz'e göre finansal baskı ile faiz oranlarının düşük tutulması sermayenin etkinliğini artıracaktır. Düşük faiz sebebi ile çok sayıda kredi başvurusu yapılması nedeniyle, kredi havuzunun kalitesi artacaktır. Düşük faiz finansman maliyetlerini

azalttığı için firmaların karlarını artıracaktır. Yine düşük faizle finanse edilen yapıların ihracat potansiyeli artacaktır. Finansal sistemin devlet tarafından kontrolü neticesinde bazı sektörler seçilerek desteklenebilir bu sayede teknolojik yayılma etkisi gösterecek alanlara yatırımlar yapılabilir(J. E. Stiglitz, 1994)

Stiglitz'in görüşlerine de birçok yönden eleştiriler yapılmıştır. Faiz oranları olması gereken seviyenin altında tutulduğunda, düşük getirili ve zahmeti az projeler finanse edilmek istenecektir. Gelişmekte olan ülkelerde resmi finansal yapıların yanında, kaldırım piyasasında da borç alma verme işlemleri yapılmaktadır; düşük getiri nedeniyle tasarruflar bu yapıda kullanılabilir. Kredi dağıtımında geçmiş performansların dikkate alınması; yeni katılımcıların sistemden yararlanamamasına neden olur. Seçili sektörlerle yasal zorlama ile kredi aktarımı kötüye kullanım ve muhtemel iflasları da beraberinde getirir. Finansal sistemin bu riskleri alması finansal kırılganlığı ve etkinliği azaltır (Fry, 1997).

### **1.8. Lucas Paradoksu**

Neoklasik ticaret ve büyüme teorilerinin iki ülke arasındaki farkları açıklamakta basit bir yaklaşımı vardır. Aynı ürünü üreten iki farklı ülke; benzer ölçek ekonomilerine sahiplerse ve ülkelere birinde emek başı üretim miktarı daha fazla ise bunun tek sebebi üretimin emek başına düşen kısmının az olduğu ülkede yetersiz sermaye olmasıdır. Sermaye hareketleri eğer serbest olursa azalan verimler yasası gereği sermayenin daha yüksek marjinal verimlilik beklentisi ile sermaye yoksun ülkeye gitmesi gerekir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi neticesinde; rekabetçi sermaye her iki ülkenin sermaye-emek oranlarını, ücretlerini ve verimlilik seviyelerini benzer duruma getirene kadar marjinal verimin yüksek olduğu ülkeye gidecektir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu durumda eğer neoklasik büyüme, ticaret ve rekabet teorileri çalışsa idi gelişmiş ülkelere hiçbir yatırım yapılmaz ve sermaye emek başına marjinal getirisi yüksek olan diğer ülkelere kayardı(Lucas, 1990).

Lucas (1990) sermayenin; neoklasik teorinin aksine hareket etmesinin sebebi olarak beşerî sermaye farklarını ve politik risk olarak tanımladığı sermaye piyasası aksaklıklarını neden olarak göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelere giden sınırlı yabancı sermayenin de monopol güce sahip olacağı alanları elde tutmak için gittiğini ve tekeli yapıları sayesinde verimliliğe dair katkılar yapma ihtiyacı hissetmediğini belirtmiştir.

Lucas Paradoksu üzerine sonraki yıllarda da çok sayıda çalışmalar yapılmış ve paradoksun geçerliliği sınanmaya çalışılmıştır.

Schularick ve Steger (2008) Lucas Paradoksunu 24 ülke için 1880-1914 ve 54 ülke için 1980-2002 yılları arasında tekrar incelemiş ve her iki dönemde de paradoksun varlığını tekrar göstermişlerdir. Çalışmalarında sermaye akımlarının neden bazı ülkelere daha fazla gittiği sorusuna Lucas'ın beşeri sermaye ve kurumsal kalite farkları yönüyle incelemişler ve kurumsal kalitenin sermaye akımlarındaki farkı açıklamakta önemli bir rolü olduğunu tespit etmişlerdir.

Alfaro, Kalemli-Ozcan ve Volosovych (2008) yaptıkları çalışmada zengin ülkelere fakir ülkelere doğru sermaye akımlarının neden yetersiz olduğunu açıklamak için yaptıkları çalışmada Lucas'ın sermaye piyasası aksaklıkları ve kurumsal eksiklikleri işaret eden çalışmasını tekrar gözden geçirmişlerdir. 1970-2000 yıllarını ve 81 ülkeyi kapsayan çalışmada sermaye akımlarının yönünü belirleyen en önemli gösterge olarak kurumsal kaliteyi işaret etmişler ve Lucas Paradoksunu teyit etmişlerdir. Yazarlar paradoksun Lucas'ın işaret ettiği beşeri sermaye ve sermaye piyasası aksaklıkları ile değil daha çok kurumsal kalite ile açıklanabildiğini vurgulamışlardır. Yazarlar kurumsal kaliteyi; mülkiyet hakları, yolsuzluğun azaltılması, bürokratik yapının niteliği, hukuk düzeni ile açıklamışlar ve yabancı sermaye çekmek isteyen ülkelerin sayılan düzenlemeleri yapmalarını tavsiye etmişlerdir.

Azémar ve Desbordes (2013) ise Alfaro ve diğerlerinin (2008) yılında yaptıkları çalışmayı tekrar ele almış, daha geniş bir veri seti ve aykırı gözlemleri (outliers) dikkate alan bir yöntem takip etmişlerdir. Buldukları sonuca göre beşeri sermaye Alfaro ve diğ. (2008) çalışmasının aksine Lucas Paradoksunu açıklamada hala geçerli ve anlamlıdır. Çalışma, paradoksu açıklamakta kurumsal kalitenin hala önemli olduğunu ancak orijinal makaledeki sebeplerinde hala geçerli olduğunu vurgulamıştır.

Lucas'ın sermaye akımlarının sanayileşmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yani sermaye yoğun ekonomilerden emek yoğununa doğru kayacağı hipotezinin gerçekleşmeyeceğini ifade ettiği tezi 21. Yüzyılın ilk on yılında dahi geçerliliğini korumaktadır. Gelişmekte olan ülkeler hala net sermaye ihracatçısı durumundadır. Gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere doğru sermaye ihracatının farklı yöntemleri olsa da en dikkat çekici olanı yabancı para ile rezerv biriktirme gereksinimidir. Dış

ticaretin veya finansal işlemlerin olumsuz durumlarda sağlıklı şekilde işlemesi veya döviz kurlarına müdahale amacı ile biriktirilen rezervler genelde gelişmiş ülke tahvillerine yatırılarak değerlendirilir(Prasad ve Rajan, 2008, s. 151).

Beklenenin tam tersine gerçekleşen sermaye akımının, bu ülkelerin büyümesi üzerinde kayda değer olumsuzluklar oluşturmadığı, yatırım eksikliğinin finansal kaynakların yani tasarruf açığının bir sonucu olduğu tezini desteklememektedir.

## **2. BÖLÜM: FİNANSAL SERBESTLEŞME, BÜYÜME ve KRİZLER**

Bu bölümde finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerine etkileri aktarıldıktan sonra bu etkilerin ampirik çalışmalarda net olarak bulunamaması üzerine aslında etkilerin dolaylı yollardan olacağını belirten görüş dikkate alınarak literatürde en çok değinilen dolaylı etki kanalları açıklanacaktır. Sonrasında finansal serbestleşme politikalarını uygulayan bazı ülkelerde yaşanan krizler irdelenerek, serbestleşme ve kriz arasındaki bağlar ülke örnekleri üzerinden açıklanmaya çalışılacaktır.

### **2.1. Finansal Serbestleşmenin Büyüme Üzerine Doğrudan Etkileri**

1980’li yıllarla beraber hızlanan finansal serbestleşme politikaları ile sermaye akımları gelişmiş ülkeler arasında ve gelişmiş ülkelere, gelişmekte olanlara doğru artarak hareket etmiştir. Bu akımların artmasının arkasındaki düşünce; sermaye zengini ülkelerdeki âtil finansman gücünün, sermaye ihtiyacı olan ülkelere gitmesiyle, küresel düzlemde sermaye tahsisinin verimli hale gelmesi ve risk paylaşımının artması idi. Sermaye yoksunu gelişmekte olan ülkeler de bu sayede daha yüksek büyüme oranları yakalayarak gelir düzeylerini artıracaklardı. Ancak finansal serbestleşmeden beklenen getirilerle beraber, gelişmekte olan ülkeler ciddi finansal krizlerle karşılaştı. Krizlerin yoğunluğu ve büyüme üzerindeki kalıcı ve negatif etkileri sebebiyle finansal serbestleşmeden beklenen etkiler gerçekleşmemiş ve gelişmekte olan ülkeler krizlere karşı savunmasız hale gelmiştir.

Finansal serbestleşme ile makroekonomik değişkenler arası ilişkilerde; özellikle finansal serbestleşme teorisinin belirttiği serbestleşme sonrası ucuzlayan finansman maliyeti, yatırım artışı ve rekabet nedeniyle doğru projelerin fonlanmasının nihai olarak büyüme üzerinde olumlu etki oluşturması beklenmektedir. Bu etkilerin büyüme ve yatırım kanalları üzerinden nasıl çalıştığını sonraki bölümlerde aktarmaya çalışacağız.

#### **2.1.1. İktisadi Büyüme Üzerine Doğrudan Etkiler**

Finansal liberalizasyonun büyüme veya çıktı oynaklığı üzerinde beklenen olumlu etkileri her zaman ve zeminde tespit edilememektedir, nitekim literatürde bu ilişkiler üzerine yapılan analizlerde beklenen sonuçlara her zaman ulaşılamamıştır. Kullanılan ekonometrik yöntemden, seçilen zaman aralığına veya finansal liberalizasyonu temsilen



kullanılan değişken seçimine kadar analiz sonuçlarını farklılaştıracak birçok etken bulunmaktadır(Bousmah ve Onori, 2016).

Bhagwati (1998) finansal akımların serbest bırakılmasının arkasında serbest ticaretten beklenen faydanın aynısının, sermaye hareketlerinden serbest bırakılması ile geçerli olacağına dair görüşün etkili olduğunu belirtir. Ancak beklenen getirilerde krizlerin maliyetlerinin hesaplanmadığını ifade eder. Kısa vadeli sermaye hareketlerine izin verilmesinin ülke ekonomilerini kırılgan hale getirdiğini ve büyümeye zarar verdiğini belirtir.

Teoride finansal serbestleşme, sermayenin uluslararası dağılımını verimli hale getirerek, riski düşürmektedir. Gelişmekte olan ülkeler emek zengini ve sermaye yoksunu olduğu için bu sermaye akımlarının büyümelerinde daha çok yardımcı olması beklenir. Aynı şekilde sermayenin de kapasiteleri ve büyüme limitleri sınırlı gelişmiş ülkelere, gelişmekte olanlara yönelmesi, getirinin artmasını sağlayacaktır. Ancak ampirik çalışmalar finansal serbestleşmenin büyüme ve istikrar üzerine olumlu etkileri konusunda yeterli kanıtlar bulamamış gözükmektedir. Mikro verilerle yapılan analizler veya hisse senedi piyasalarının liberalizasyonu üzerine yapılan analizler, büyüme üzerinde pozitif etkiler bulsa da makro ve panel çalışmalarda tutarlı bir büyüme etkisinden söz etmek çok zor gözükmektedir(Ayhan Kose, Prasad ve Taylor, 2011).

Prasad vd. (2007) gelişmekte olan ülkeler üzerine yaptıkları çalışmalarında finansal olarak açıklık seviyesi daha yüksek olan ülkelerin, diğerlerine göre kayda değer derecede daha yüksek büyüme oranlarına sahip olduklarını belirtirler ancak bu basit gözlemi kanıtlamak için yapılan çalışmalar yeterli nedensellik ilişkisini sağlamakta eksik kalmaktadır. Yazarlara göre finansal açıklık ve büyüme üzerine oldukça geniş bir literatür olmasına rağmen sonuçlar çelişkilidir. Finansal serbestleşmenin daha yüksek büyüme oranlarına neden olacağını iddia eden teorik argümanı destekleyen ve iki değişken arasında kuvvetli, açık ve tek tip bir ilişkinin varlığını gösterir, yeterli seviyede ve sayıda çalışma bulunmamaktadır. Bunun temel sebebi ülkeler arasındaki kişi başına gelir farklarının sebebini yanlış yerde aramak olabilir. Gelir farklılıklarının sebebi farklı sermaye emek oranları değil, toplam faktör verimliliğindeki farklar olabilir. Yazara göre ülkeler arası gelir farklılıklarının sebebi bu tarz yumuşak faktörlerden kaynaklanıyorsa; finansal serbestleşmenin etkilerini de buralarda aramak gerekebilir.

Quinn (1997)'ye göre finansal serbestleşmenin iktisadi büyümeyi artıran üç farklı kanalı vardır. Bunlardan ilki üretimde kullanılan yerel sermaye fiyatının uluslararası fiyatlara yakınsamasıdır. Yatırımcılar bugünkü değeri pozitif olan projeleri üstlenecekleri için sermayenin maliyetinin azalması daha çok yatırıma ve iktisadi büyümeye neden olacaktır. Finansal serbestleşmenin büyümeyi etkileyen ikinci kanalı, sermaye hareketleri serbestisinin mal ve hizmet ticaretini artırıcı etkisidir. Üçüncü kanal ise yerel yatırımcılara uluslararası yatırım yapma ve portföylerini çeşitlendirme imkânı vermesidir. Böylece yerel yatırımcılar ülkeye özgü daralma ve şok dönemlerinde daha az etkilenecek, tüketim ve vergi ödeme güçleri devam edebilecektir.

Crockett (1993) ise çalışmasında sermaye kontrollerini kaldırmanın ekonominin etkinliğini ve refahını artıracak olduğunu belirterek bunu sağlayacak dört farklı kanal olduğunu ifade etmiştir. İlk kanal finansal aracılık hizmetlerindeki rekabet ortamını artırmak olacaktır. Finansal serbestleşme sonrasında rekabet ve uzmanlaşma etkisi ile bankacılık, sigorta ve yatırım servisleri gibi finansal aracılık hizmetleri daha etkin yapılara dönüşebilir. Bunda mal ve hizmet ticareti serbestisinin ortaya çıkardığı uzmanlaşma etkisinin benzeri bir etki oluşacağı fikri etkili olmuştur. İkinci kanal finansal servisler üzerinde oluşacak dinamik etkinliktir. Finansal sektörde rekabet etkisinin sürekli bir şekilde devam edeceği ve bunun inovasyon ve üretkenliği artırıcı sonuçlarına dikkat çekilmiştir. Üçüncü mekanizma ise tasarruflar ve yatırımlar arasında daha etkin bir yapının oluşacağıdır. Bazı ülkeler demografik yapıları, kalkınma tarzları, döngüsel durumları veya politik yapıları itibari ile daha fazla tasarrufa yatkın bir yapıda iken bazı ülkelerde yatırım talebini karşılayacak tasarruftan yoksundur. Bu durumda sermaye hareketlerini sınırlamak tasarrufu fazla olan ülkelerin getirilerini azaltırken, tasarruf eksikliği olan ülkeleri de yatırımdan yoksun bırakacaktır. Dördüncü mekanizma yatırımların etkinliğinin artmasıdır. Alanında teknolojik veya yönetsel olarak belli bir yetkinliğe ulaşmış firmaların, oluşturdukları birikim ve deneyim ile farklı ülkelere de yatırım yapabilmeleri sayesinde portföyleri çeşitlenecek ve uzmanlıklarının yayılma imkânı artacaktır. Yazar tüm bu kazanımların gerçekleşmesi için döviz kurlarının ekonomik yapıyı bozacak dalgalanmalardan uzak tutulabilmesi koşuluyla faydalanılacağını belirtmiştir. Finansal sektör ekonomik büyüklük içinde önemli bir yere sahiptir ve buradaki etkinlik artışının faydası önemlidir. Ancak döviz kurlarında kontrol edilemeyen hareketler, aşırı değerlenme veya aşırı değer kaybı gibi; ticaret dengesini bozacağı için

daha tehlikeli sonuçlar ortaya çıkarabilir. Çünkü mal ve hizmet sektörünün toplam milli gelir içindeki payının yüksekliği, burayı etkileyen bir döviz kuru aksaklığı neticesinde ekonominin yapısına önemli zararlar verebilir.

Stiglitz (2000), sermaye piyasalarının serbestleşmesi ile ilgili argümanların neoklasik etkinlik modellerine dayandığını ancak bu modellerin sermaye piyasasını da klasik mal piyasaları gibi modellediğini belirtmiştir. Toplam etkinlik üzerine yoğunlaşan neoklasik yaklaşım, gelirin yeniden dağıtımını etkisini gözden kaçırmaktadır. Neoklasik teori; toplam fayda arttıkça düşük gelirliilerin de fayda göreceğini ya da kamunun oluşacak dengesizlikleri gidereceğini ummaktadır. Neoklasik etkinlik kuramına göre finansal serbestleşme sonrasında toplam fayda artmışsa diğer sorunlar göz ardı edilebilir veya çözülebilir. Stiglitz finansal serbestleşmenin daha yüksek büyüme ve etkinlik artışına imkân vereceğini söyleyen neoklasik kuramın bunu üç temel argümana dayanarak savunduğunu ifade etmiştir. Bu argümanlar şu şekildedir:

- Sermayenin uluslararası tahsisinde etkinlik: Ülkeler gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) yerine gayri safi milli hasılaya (GSMH) önem vermelidir. Yurtdışı yatırımların getirisi yurtiçinden fazla olduğunda bu değerlendirilmelidir, böylece toplam getiri daha fazla olacak ve GSMH artacaktır. Yabancı sermaye de hangi ülkede getirisi daha yüksek yatırım fırsatları görüyorsa yatırımlarını oraya yönlendirecektir. Sermayenin marjinal faydası yüksek olan yatırımları tercih etmesi ve bunu finansal serbestleşme sonrası daha geniş bir düzlemde yapıyor olmasından beklenen etkinlik artışına vurgu yapılmaktadır.
- Uluslararası rekabet ortamı: finansal serbestleşme ile sermayenin uluslararası dolaşımı önündeki engellerin kalkması neticesinde; ülkeler sermaye çekmek ve içerdeki tasarrufları tutmak için yatırım ortamını iyileştirmek zorunda kalacaklar ve etkinliği yüksek projeleri öncelemek zorunda kalacaklardır.
- Stabilize etkisi: Finansal piyasaların uluslararası yatırımcılara açık olması ülkede yaşanacak krizlerden çıkışı kolaylaştırabilir. Ülkedeki varlık fiyatlarının düşüşü ve ücret düşüşleri uluslararası yatırımcılar için oluşturduğu fırsatlarla sermaye girişini artırabilir. Bu sayede gerileme dönemlerinden çıkışlar daha hızlı olabilir.

### 2.1.2. Yatırımlar Üzerine Etkileri

Finansal serbestleşme ve büyüme arasındaki teorik ilişkiyi tespit etmek amacı ile ülkeler arası karşılaştırmalar yapan çalışmalar; yatırım oranı, finansal gelişme ve makro ekonomik stabilite gibi büyüme oranını doğrudan etkilediği kabul edilen göstergeler üzerinden finansal açıklığın büyüme üzerindeki etkilerini açıklamaya çalışmışlardır. Bu bölümde finansal serbestleşme ve yatırım oranları üzerine yapılan çalışmalarını inceleyerek; finansal serbestleşmenin büyüme üzerine, yatırım kanalı ile katkı sağlayıp sağlamadığı anlaşılmaya çalışılacaktır.

Feldstein ve Horioka (1980) yaptıkları çalışmada, tam sermaye hareketliliği altında yurtiçi yatırımlarla tasarruflar arasında bir ilişki kalmayacağını, tasarruflardaki artışın dünya sermaye piyasalarındaki fonları artıracığını ve fonların marjinal fayda ve ölçeğe göre dünya ülkeleri arasında dağılacığını iddia etmiştir. Sermaye hareketleri kısıtlandığında yurtiçi yatırım talebi ile tasarruf oranları da benzeşmek zorunda kalacaktır. Yazar bu konudaki tezini Feldstein (1982) çalışması ile tekrar incelemiş ve yurtiçi tasarruf oranları ile yatırım arasındaki korelasyonu, uluslararası sermaye hareketliliğini dikkate alarak 17 OECD ülkesi için araştırdıkları çalışmalarında; seçili ülke grubunda yurtiçi tasarruflarda 1 birimlik artışın yurtiçi yatırımlarda 0.85 birim artışa neden olduğunu bulmuşlardır. Bu çalışma 1974-79 yılları arasında yani petrol krizi sonrasını kapsadığı için çalışmadaki ülkelerin sermaye hareketlerini kısıtladığı bir döneme denk gelmektedir ve sermaye hareketlerinin kısıtlılığı altında yurtiçi yatırımların, tasarruf oranları ile kısıtlı kaldığı iddiasını desteklemektedir.

Giannone ve Lenza (2010) ise Feldstein ve Horioka hipotezini OECD ülkeleri için 1970-2007 yıllarını kapsayan bir çalışma ile tekrar incelemiş ve tasarruflarla yatırımlar arasındaki korelasyonun özellikle sermaye hareketleri serbestisinin arttığı 90'lı yıllardan itibaren azaldığını tespit etmişlerdir. Bu durum OECD ülkelerinde yatırımlar ve tasarrufların kısmen de olsa uluslararası fon piyasasına arz edildiğini göstermektedir. Finansal serbestleşimin yatırımların uluslararası tahsisinde işleyen bir rolü olduğu bu çalışmalarla teyit edilmiştir.

Ohta (2015) ise çalışmalarında uluslararası sermaye akımlarının iç tasarruflar, yatırımlar ve büyüme üzerine etkilerini Feldstein ve Horioka bulmacası çerçevesinde incelemişlerdir. Çalışmada 90'lı yıllardan sonra artan finansal açıklık nedeniyle tasarruf

ve yatırımlar arasındaki korelasyonun hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerde azaldığını bulunmuştur. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, yatırım tasarruf oranları OECD ülkeleri ile karşılaştırıldığında hala yüksek gözükmektedir. Bunun sebebi gelişmekte olan ülkelerin tam sermaye hareketliliğine henüz geçmemiş olmaları ve 90'lı yıllarda yaşanan krizlerin bu süreci kesintiye uğratmış olmasıdır. Çalışmada 2008 krizi sonrasındaki dönem olarak 2010-2013 yıllarında, iç tasarrufların yatırıma oranı ve büyüme ilişkisine ayrı olarak bakılmış ve küresel finansal krizin daha önce var olan dinamikleri değiştirdiği tespit edilmiştir. Söz konusu dönemde sermaye hareketlerinin, yurtiçi yatırım ve büyüme üzerine anlamlı korelasyonu ortadan kalkmıştır. Yazarlar 2008 küresel finansal krizinin sermaye hareketlerinin yapısında meydana getirdiği değişime ve sermaye hareketlerinin üretken yatırımlarla var olan bağlarının kopmasına sebep olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca küresel finansal kriz sonrasında yurtiçi tasarruflarla büyüme arasındaki korelasyon gelişmekte olan ülkeler için tekrar anlamlı hale gelmiştir. Çalışma yurtiçi ekonomik faaliyetlerin, özellikle yatırım kanalı ile büyümenin finansmanının dış kaynaklara bağlı olmasının, gelişmiş veya gelişmekte olan her ülke için riskli olduğunu belirtmiştir. Sermaye akımlarına bağlı bir ekonomik büyüme patikası ekonomiyi şoklara ve uluslararası iktisadi çevrimlere karşı korumasız hale getirmektedir. Sürdürülebilir büyüme için sürdürülebilir bir yatırım ortamına ve yapılacak yatırımların finansmanı için sermayeye ihtiyaç vardır. Sermayede dışa bağımlık ve ülke içi yatırım-tasarruf dengesinin bozulması olası sermaye kaçıışı ve küresel krizler neticesinde, yatırımların finansmanında ciddi zorluklara neden olabilir. Bu bakımdan yazar finansal akımları kontrol altına alan mekanizmalar geliştirilmesini önermektedir. Yurtiçi tasarruflar uzun vadeli, sürdürülebilir kalkınma ve büyümenin temel kaynağı olmalıdır. Yurtiçi tasarruf sistemini dışlayan ve önemsiz hale getiren ve yatırımları uluslararası finansmana bağımlı hale getiren büyüme stratejilerinden uzak durulmasını ve bu bağlamda sermaye kontrolü mekanizmalarının işletilmesi gerektiğini tavsiye etmiştir.

## **2.2. Finansal Serbestleşmenin Büyüme Üzerindeki Dolaylı Etkileri**

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yöntemi ile gelişmekte olan ülkelerde tasarruf açığının finansmanının sağlanması ve böylece daha yüksek büyüme oranlarının yakalanacağını söyleyen geleneksel teorinin sonuçları çoğu zaman gerçekleşmemiştir. Sermaye akımlarını serbest bırakan birçok ülkede yabancı sermaye, döviz kurlarında aşırı

değerlenme ve tüketime dayalı ithalatın finansmanını sağlama gibi sonuçlara neden olmuş ve süreç genelde krizlerle kesintiye uğramıştır. Döviz kurlarındaki aşırı değerlenme neticesinde yerel üretimi karsız hale gelmiş ve sermaye akımları ithalatı finanse eder hale gelmiştir.

Finansal serbestleşme ile büyüme arasında teorik olarak var olması beklenen pozitif ilişki, ampirik çalışmalarda tam bir netlik içinde kanıtlanamamıştır. Birçok çalışma sermaye akımlarının serbest bırakılmasının büyüme üzerine etkilerinin negatif ya da anlamsız olduğunu göstermiştir. Bu sebeple finansal serbestleşmenin asıl etkilerinin dolaylı olduğu ve uzun dönemli ekonomik büyümeyi bu kanallar üzerinden etkilediğine dair bir literatür gelişmiştir. Dolaylı etkiler; yerel piyasaların gelişmesi ile finansal gelişme, yabancı yatırımcıların beklentileri nedeniyle kurumsal ve hukuksal gelişme ve makroekonomi politikalarının düzelmesi olarak özetlenebilir. Finansal serbestleşmeden beklenen etkilerin dolaylı yollar vasıtası ile büyümeyi artıracığı ve kaynak dağılımında etkinliği artıracığı iddia edilmiştir.

Finansal serbestleşme ve büyüme arasında doğrudan etkilerin net olarak tespit edilememesini Henry (2007) üç temel noktada eleştirmiştir. Birincisi neoklasik büyüme teorisinin yanlış anlaşılmasından kaynaklıdır. Slow büyüme modeline göre uzun vadeli büyüme oranı sabittir. Finansal serbestleşmenin uzun vadeli büyüme oranını artırmasını beklemek ve bunu test etmek gereksizdir. Finansal serbestleşme sermaye yoksunu ülkelerin büyüme oranını geçici olarak artırır ve refahı kalıcı olarak bir üst seviyeye taşır ancak büyüme oranını kalıcı olarak artırmaz. Solow büyüme modelinde uzun vadeli büyüme oranını artıracak tek etken toplam faktör verimliliğinin artmasıdır. Finansal serbestleşme ile büyüme oranı arasında teorik bir nedensellik bulunmamaktadır. Eğer ilişki aranacaksa toplam faktör verimliliği ve finansal serbestleşme arasında aranmalıdır. İkinci eleştirisi finansal serbestleşmeyi ölçmek için kullanılan ölçütlerdir. Hukuksal düzenlemelerden çıkarsama yapılarak oluşturulan ve genelde IMF AREAER tablosuna dayanan bu veriler, finansal serbestleşme hakkında statik veriler sunmaktadır o sebeple statik bir verinin büyüme üzerindeki etkisini incelemenin anlamsız olduğunu belirtmiştir. Özellikle hukuksal göstergelere dayanan verinin yanlış kullanılması neticesinde bir ülkenin finansal serbestleşmeye geçtikten sonra büyüme üzerinde gerçekleşecek geçici etkinin tespitini zorlaştırmaktadır. Üçüncü eleştirisi ise ülkelerin aynı havuzda yatay kesit veri analizleri ile incelenmesinin sakıncalı olduğudur.

Henry (2007)'in finansal serbestleşme ve büyüme arasındaki ilişkiye yönelik itirazlarına Rodrik ve Subramanian (2009)'ın itirazları şu şekilde olmuştur. Yazarlar; neo-klasik büyüme modelinde finansal serbestleşmenin etkisi kısa vadeli olur ancak uzun dönemli büyüme oranını etkilemez tezine, içsel büyüme modellerinin varlığı ile itiraz etmişlerdir. İçsel büyüme modelleri politik değişikliklerin büyüme üzerindeki uzun vadeli etkilerini ölçebilir ve bu bağlamda finansal serbestleşmenin dolaylı etkiler üzerinden büyümeyi etkilemesi de ancak bu modeller vasıtası ile ölçülebilir. Rodrik vd. (2009); Henry (2007)'in finansal serbestleşmeyi ölçen hukuksal göstergeler konusundaki itirazlarına katılmaktadır ancak Henry'in zamanla değişen ve var olan durumu gösteren de facto verilere değinmemesini eleştirerek bu verilerin kullanılmasının daha sağlıklı sonuç vereceğini belirtmişlerdir. Rodrik vd. (2009) ayrıca de-facto veriler kullanılsa dahi finansal serbestleşme ve büyüme oranı arasında net bir ilişkinin gözükmediğini belirtmişlerdir. Ülkeler arası yapılan analizlerin sağlıklı olmadığına dair eleştirilerine ise kısmen katılmaktadırlar. Panel veri literatürü gelişme yolunda olan bir metot olarak çokça eksiklik içermekle beraber, birçok iktisadi konuda yararlı bilgiler sunmaktadır şeklinde itirazlarını dile getirmişlerdir.

Sonraki kısımda finansal serbestleşmenin iktisadi büyümeyi etkilediği düşünülen dolaylı kanallar maddeler halinde incelenecektir. Bu kanallar özetle kurumsal kalitenin artması ve yönetim geleneğinin oluşması, finansal yapının gelişmesi ve makroekonomik disiplin etkisidir. Literatürde birçok farklı kanal sayılsa da açıklayacağımız üç kanal genel olarak beklenen etkilerin çoğunu kapsamaktadır.

### **2.2.1. Kurumsal Kalite ve Yönetişimin Artması**

Finansal serbestleşmeden beklenen dolaylı etkilerinden bir tanesi de kurumların gelişmesidir. Kurumsal gelişmeyi yönetişimin artması, asil-vekil problemlerinin azalması ve nihayetinde daha iyi yönetilen verimli yapıların oluşması olarak gören bu görüşe göre; finansal serbestleşme, yabancı ve yerel ortaklığı veya dış sermayeye erişimin şartlarını sağlamak için gereken kurumsal gelişimin sağlanmasında zorlayıcı bir rol üstlenebilir.

Stulz vd. (2005) yaptıkları çalışmada finansal serbestleşme sonrasında, daha düşük maliyetli yabancı kaynak imkânı nedeniyle, firma yöneticilerinin bu kaynaklara erişim sağlamak amacı ile şirketlerinin yönetim imkanlarını artırmak isteyebileceklerini dile getirir. Bunu finans teorisindeki asil-vekil problemi çerçevesinde inceleyen çalışma;

şirket yöneticilerinin daha ucuz kaynak imkânı ile şirketlerinin karlılığını, ölçeğini ve büyüme imkanlarının artırabileceğini fark edeceklerini belirtir. Yeni imkanlar ve yönetim hakkı üzerindeki tekelleri arasında kalan yöneticiler; ucuz finansmanın getirdiği katkıları önceleyip, yönetişimi artırabilir, daha şeffaf ve yatırımcı dostu tercihlerde bulunabilirler. Sermaye akımlarının serbestleşmesi neticesinde yerel yatırımcılar için daha iyi yönetilen yabancı yatırım imkanlarına erişim imkânı da ortaya çıkacaktır. Eğer yerel şirketler ve kamu kurumları kurumsal kalite ve şeffaflığı sağlamaz ise sermaye kaçıışı yaşanabilir. Bu bakımdan finansal akımları serbestleştirmenin zorunlu sonuçları olarak yönetişimin artması, yatırımcının korunması ve bilgilendirilmesi düzenlemeleri gerekebilir.

Talamo (2011) kurumsal yönetim ve sermaye akımları arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada doğrudan ve finansal yatırımlara daha açık olan ülkelerde kurumsal yönetim mekanizmasının daha gelişmiş olduğunu ve daha fazla yabancı yatırım çektiklerini belirtmiştir.

Kamu yönetişimi ve finansal serbestleşme arasında da benzer ilişkiler mevcuttur. Şirket yönetişiminin iyi olması tek başına yabancı sermayeyi yatırım için ikna edemez. Kamu yönetişimi literatürde yolsuzluk, bürokratik düzenin işleyişi, şeffaflık, hükümet politikaları kullanılarak ölçülmektedir. Yolsuzlukların çok olduğu ülkelerin daha az doğrudan yatırım çekebileceği beklenir. Belirli olmayan prosedürler ve rüşvet mekanizmasının varlığı ve bu zorluklar aşılrsa bile muhtemel siyasi çalkantılar sonrası oluşacak riskler nedeniyle şirketlere el konulma olasılıkları, doğrudan yatırım yapmak isteyen yatırımcıları isteksiz hale getirebilir. Aynı zamanda yönetim geleneğinin oluşmadığı yani kararların, kurumların çıkarları doğrultusunda ve ortak akla dayanarak alınmadığı ve şeffaf prosedürlerin, bilgilerin paylaşılmadığı ülkelere sermaye akımları da az olacaktır(Kose, Prasad, Rogoff ve Wei, 2009).

Mishkin (2006) ise yabancı sermaye ve kurumların girişine izin verilmesinin, kurumsal reformların yapılması için zorlayıcı bir etken olduğunu ve bunun finansal gelişmeyi destekleyici olduğunu belirtmiştir. Finansal serbestleşmenin ilk etkisinin daha ucuz ve bol kaynağa ulaşım imkânı nedeniyle yerli yatırımcının, yabancı finansmana olan ilgisinden kaynaklandığını belirtir. Müşteri kaybeden yerel finans kurumları mecburen yabancı kurumlarla rekabet etmek durumunda kalacaktır. Yerli kurumlar uluslararası standartlarda muhasebe ve kredi takip standartlarını öğrenecek ve politikacıları da bu



düzenlemelerin yapılması için teşvik edecektir. Rekabet ortamı oluştuğunda kurumsal gelişmenin, piyasa dinamikleri çerçevesinde hem kurumları hem yasal düzenlemeleri uluslararası standartlara göre şekillendireceğini belirtmiştir. Ancak yazar tüm bu kazanımların sadece daha fazla rekabet ortamı oluşturabildiğinde gerçekleşeceğini belirtir. Ayrıca yazar, yabancı sermaye ve kurumların özel izinler ve yasal korumalarla rekabetten uzak biçimde yatırım yaptıkları durumda, yerel benzerleri gibi tekel yapılara dönüşüp beklenen katkının sağlanamayacağını ve kurumsal reformların gerçekleşmeyeceğini ifade etmektedir.

### **2.2.2. Finansal Sektörün Gelişmesi**

Uluslararası sermaye akımları, yerel finansal piyasaların gelişimine destek veren önemli bir araç olarak görülebilir. Yabancı sermaye yerel piyasanın büyüklüğüne ve daha geniş anlamda denetim ve hukuksal gelişimine de katkı sağlayacaktır. Özellikle yabancı bankaların banka satın alma veya kurma yöntemiyle yerel finans piyasalarına girmesinin, doğrudan ve dolaylı olarak birçok olumlu etkisi bulunmaktadır. Yabancı bankalar yerel piyasaların gelişmesine, hizmet kalitesinin artmasına ve rekabet ortamının gelişmesine ciddi katkılar sunabilir(Kose ve diğerleri, 2009). Aynı zamanda ülkeye yatırım yapmak isteyen yabancılar için köprü görevi de görebilirler. Bu yatırımlar ister finansal ister doğrudan yatırımlar olsun, uluslararası yatırımcının alışık olduğu standartları ve güveni sağlamada avantajlı olan yabancı sermayeli yerel bankalar aracılığıyla daha kolay ve güvenle yapılabilecektir.

Finansal serbestleşme sürecinde birçok ülkede yabancı sermayeli bankaların satın alma veya yeni banka kurma yoluyla yerel ülkeye giriş yaptığı durumlarla karşılaşmaktadır. Bankacılık sistemi uluslararası akımların altyapısını sağlayan en önemli kurumlar olarak gözükmektedir. Burada sadece finansal akımlar değil artan mal ticareti nedeniyle zorunlu oluşan para transferlerinin de bankacılık sisteminin küreselleşmesini ve birçok ülkede şubeler açmasını açıklamaktadır. Claessens, Demirgüç-Kunt ve Huizinga (2001) yabancı sermayeli bankaların yerel piyasalara girmelerinin etkilerini şu şekilde sıralamışlardır:

- Finansal servislerin kalitesini, ulaşılabilirliğini, imkanlarını ve rekabeti modern teknoloji ve bankacılık imkanları sayesinde artırmak.
- Bankacılığın denetlenmesi ve yasal çerçevesinin geliştirilmesinde katkı sağlamak
- Yabancı sermayeye ulaşım imkanlarını artırmak.

Claessens ve diğerkleri (2001) yaptıkları çalışmada, 1988-1995 yılları arasında 80 ülkeden 7900 bankanın verilerini kullanarak yabancı sermayeli bankaların yerel bankacılık ve bankalar üzerine etkilerini incelemiştir. Çalışmanın sonuçları yabancı sermayeli bankaların gelişmekte olan ülkelerde yerel bankalara göre daha karlı, daha düşük faiz marjına sahip olduklarını göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelerde yerel bankaların kar marjlarını düşürücü etkileri tespit edilmiştir. Bu bakımdan rekabetçi ve kaynak dağılımında etkinliği artırıcı rolleri en azından gelişmekte olan ülkeler için mevcuttur. Sonuçlar gelişmiş ülkelerde tam tersi olarak bulunmuştur.

Claessens ve Laeven (2003) yaptıkları çalışmada bankacılık sisteminin daha rekabetçi olmasını sağlayan nedir sorusuna cevap aramışlardır. 1994-2001 yılları arasında 6755 bankanın verileri ile çalışılmış ve 50 civarı ülke incelenerek bankacılıkta rekabeti sağlayan temel etkinin ne olduğuna cevap aranmıştır. Yabancı sermayeli bankaların çokluğu ve bankacılık aktiviteleri üzerindeki kısıtlamaların azlığı bankacılık sistemini rekabetçi hale getiren temel etmen olarak tespit edilmiştir. Ayrıca yabancı sermayeli ticari bankaların yerel ülkelere girişinde kısıtlama olmaması da rekabeti artıran diğerk önemli faktör olarak tespit edilmiştir. Bu çalışma finansal serbestleşmenin en azından yabancı sermayeli bankaların yerel bankacılık sistemine girişinde kısıtlamaların kaldırılmasının; bankacılık sistemini rekabetçi bir yapıya çevireceğini göstermesi açısından önemlidir.

Mishkin (2006) ise yabancı bankaların yerel finansal sisteme girmesinin faydalarını şu şekilde sıralamıştır.

- Yabancı sermayeli bankaların portföyü oldukça çeşitli enstrümanlardan oluşmakta ve sermayeye ulaşım imkanları yerel bankalara göre daha fazladır. Böylece yerel ekonomide yaşanacak şok ve krizlerden daha az etkilenirler. Yabancı sermayeli bankaların yatırımlarını teşvik etmek daha sağlıklı ve dayanıklı bir finansal sistem oluşturmayı sağlayabilir.
- Yabancı bankalar uzmanlıklarını yerel bankalar taşıyarak onların daha iyi risk yönetimi ve denetim sistemi kurmalarını sağlayabilir. Böylece yerel bankacılık sisteminin risk yönetim kabiliyetini artırabilirler.
- Kurumsallaşmaya katkı sağlayabilirler. Ana ülkelerinde kredi izleme ve risk takibi üzerine var olan kurumsal yapılarını kullanarak, yerel bankaların ve kurumların bu doğrultuda reformlar yapmasını bir nevi zorunlu hale getirebilirler.

- Yabancı sermayeli bankaların, yerel bankacılık sisteminde yoğun bir şekilde bulunmaları hükümeti bankacılık sisteminin iflas riskleri ve gerektiğinde kurtarma paketleri çıkarma konusunda isteksiz yapacaktır. Politik olarak bakıldığında da yabancı sermayeli bankaları kurtarmak pek de karşılaşılan bir tavır değildir. Bankacılık sisteminde hükümet garantisi hissedilmediğinde ise hem kredi alanlar hem mevduat sahipleri çalıştıkları bankaların risklerini sıkıca takip etmek durumunda kalacaktır. Piyasa disiplinindeki bu artış bankaların da daha ihtiyatlı davranmasına neden olacaktır.

J. E. Stiglitz (1994) yabancı bankaların girişlerinin, oluşturdukları rekabet ortamı nedeniyle yerel bankaları zorlayacağını bu sebeple yerli girişimcilerin krediye ulaşmalarının zorlaşabileceğini belirtmiştir. Mishkin (2006) ise bu olumsuz etki nedeniyle küçük müşterilerin bir süre zarar görebileceğini ancak Arjantin örneğinde olduğu gibi yabancı bankaların bir süre sonra yerel müşterinin isteklerine uygun altyapı oluşturduklarında sorunun çözüleceğini belirtmiştir.

### **2.2.3. Makroekonomik Disiplin Etkisi**

Finansal serbestleşme sonrası yabancı sermayenin ülkeye giriş yapması makro ekonomik politikalarda zorunlu bir disiplin ortamı oluşturabilir. Yabancı sermayenin her an çıkabilecek olması var olan makroekonomik riskleri daha da derinleştirebilecek ve olası krizlerin maliyetini artırabilecek bir yapıyı da beraberinde getirir. Yabancı sermayenin risk artırıcı bu rolü, makroekonomik politikaların iyileştirilmesi için zorunlu bir uyarıcı olarak düşünülebilir(Kose ve diğerleri, 2009).

Bartolini ve Drazen (1997) yaptıkları çalışmada sermaye hareketlerini serbest bırakmanın yatırımcılar açısından sinyal etkisini incelemişlerdir. Onlara göre yabancı sermayeden faydalanmaya devam etmek için finansal hareketlerde herhangi bir kısıtlama olmayacağına dair güvence ve politik kararlılık gerekmektedir. Yabancı sermayeye çok fazla ihtiyaç duymayan mali ve finansal istikrarı sağlamış ülkelerin daha çok yabancı sermaye çekebildiği ancak risklerin arttığı ülkelerde ise yabancı sermayenin yatırım yapmakta isteksiz olduğu görülmektedir. Bu durum yabancı sermaye ile tutarlı makroekonomik politikalar ve mali disiplin ilişkisini açıklamaktadır.

Gourinchas ve Jeanne (2005) ise sermaye hareketliliği serbestisi ile iktisadi reformları inceledikleri çalışmada yabancı sermayenin varlığının yerelde daha iyi politikalar uygulamak için teşvik edici olduğunu ancak ülkenin sermaye bağımlılığı artarsa bazı reformları ve politikaları uygulamakta sınırlayıcı etki yapabileceğini belirtmişlerdir.

Stiglitz (2000) sermaye hareketleri serbestisinin, ekonomik politikalarda disiplinli yaklaşımları teşvik ettiğini, sermaye kaçıışı istemeyen ülkelerin daha iyi politikalar uygulamak zorunda olduğunu belirtir. Ancak uzun dönemli kalkınma ve iktisadi başarı için doğrudan yabancı yatırımlarının teşvik edilmesini ve bu yatırımların sürekliliği ve artması için gereken siyasi ve iktisadi politikaların yapılmasını tavsiye eder. Yazar ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerini cezbetmenin ve bunları düzenli olarak tutabilmek için dikkat edilmesi gereken birçok iktisadi değişken olduğunu ve kısa vadeli akımlar üzerinden tutarlı makroekonomik politika yapmanın zorluğuna dikkat çekmiştir. Ayrıca kısa vadeli sermayeye bağımlı hale gelen ekonomilerin uzun vadeli iktisadi politikaları yapmak için gerekli düzlemi bulmakta zorlanacaklarını belirtir. Yazara göre Çin'in başarısının arkasında kısa vadeli sermaye akımlarını sınırlamak ancak doğrudan yatırımları sürekli teşvik etmek olduğunu belirtmiştir.

Rogoff (2003) yaptıkları çalışmada küreselleşme ile enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazara göre malların ve sermayenin serbest dolaşımı rekabetçi ortamı artırmış ve tüm dünyada enflasyon ortalamasını düşürmüştür. Artan teknoloji ve gelişen ulaşım ve tedarik ağları ile fiyatlar küresel rekabete açılmış ve enflasyonu azaltmıştır. Bu duruma merkez bankaları ve hükümetlerde uyum sağlamışlar ve enflasyonist para politikalarından vazgeçmişlerdir. Burada finansal serbestleşmenin de önemli katkıları olmuştur, yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde sermaye hareketleri serbestse yerel yatırımcılar dolarizasyona kaymış ve yabancı yatırımcılarda yüksek enflasyonist ülkelere çekinmişlerdir. Sonuç olarak finansal serbestleşme politika yapıcılarını enflasyonist para politikalarından uzak durmaya ikna etmiştir.

Tytell ve Wei (2004) çalışmalarında finansal globalizasyonun daha iyi makroekonomik politikalara neden olup olmadığını incelemişlerdir. 1980 ve 2000 yılları arasında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere, kamu açıklarının milli gelire oranı ve enflasyon oranları ciddi şekilde düşmüştür. Çalışma bu düşüşün finansal serbestleşmenin daha iyi makroekonomik politikalar uygulamak için hükümetleri teşvik edip etmediğini

araştırmıştır. Yazarlar 22 gelişmiş ve 40 gelişmekte olan ülke için 1975-1999 yılları arasında yaptıkları çalışmada; makroekonomik politikalarda disiplin etkisine dair yeterince kanıt bulamamışlardır. Finansal serbestleşmenin, düşük enflasyonu hedefleyen makro politikalarla zayıfta olsa ilişkili bulan çalışma; daha düşük bütçe açıkları ile finansal serbestleşme arasında bir ilişki bulamamıştır.

Rodrik (2001)'de finansal serbestleşmenin iktisadi politikalarda disiplin etkisi yaratacağı tezini eleştirmiştir. Ona göre yabancı sermaye akımlarını cezbetmeye çalışmayan ülkelerin kaynaklarını doğru kullanmayıp israf edeceğini düşünmek kabul edilebilir bir görüş değildir. Yabancı sermaye ülkelerin mali göstergelerine göre değil, temel göstergelerle alakasız bir ruh hali değişimiyle hareket etmektedir. Sermaye; iyi zamanlarda kronik mali dengesizlikleri olan ülkeleri finanse ederken, kötü zamanlarda ülkenin dinamiklerini zora sokacak uygunsuz politikalar istemekte ve hükümetleri buna zorlamaktadır. Nitekim yazar Asya krizlerinden en hızlı çıkan ülkenin sermaye hareketlerini yasaklayarak ve yüksek faiz-sıkı maliye politikası isteyen yabancı yatırımcının isteklerini göz ardı eden Malezya olduğunu ancak diğer ülkelerin hala eski büyüme oranlarına ulaşamadığını belirtmiştir.

### **2.3. Finansal Serbestleşme Sonrası Krizler**

Dış finansal liberalizasyon sonrasında gelişmekte olan ülkelerin en büyük sorunu elde ettikleri fonları kullanacak doğru alanları seçmek olmuştur. Kısa vadeli borçlanmalar, üretimi artıracak yatırımlarda kullanılmaya pek de elverişli değildir. Bu bakımdan finansal liberalizasyon ilk evrelerinde birçok ülke kriz yaşamıştır. Bu krizlerin temel sebebi dış finansmanın yine ithalatı artıran bir kaynak olarak kullanılması idi. Bu durumu ortaya çıkaran temel mekanizmada genelde sabit tutulmaya çalışılan kur mekanizmaları olmuştur. Nominal döviz kuru sabit tutuldukça ve yabancı sermaye girişi devam ettikçe reel kur değerlendirilerek ülkelerin dış açıklarını artırmıştır. Sistemin devam edemeyeceğine dair beklentiler artmaya başlamış ve ilk korku dalgasında hızlı çıkışlar gerçekleşerek krizler oluşmuştur. Tüm bu sebeplerle dış finansal serbestleşme çok dikkatlice uygulanması gereken bir politikadır. Kısa vadeli sermaye girişleri dikkatle takip edilmeli, kur değerlendirilmesi yaşamamak için sıkı bir sterilizasyon mekanizması kurulmalı ve uluslararası sermayeden mümkün olduğu kadar doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli borçlanma olarak yararlanılmalıdır.

Bu kısımda finansal serbestleşme sonrasında kriz yaşayan bazı ülkeler incelenecektir. İnceleyeceğimiz ve tezin kapsamı neticesinde inceleyemediğimiz birçok krizin ortak noktası oluş şekilleridir. Uluslararası sermaye akımlarının, bir şok veya algı değişikliği sonrasında, sürü etkisiyle, hızlı çıkışlar sergilemesi krizlerin temel sebebi olmuştur. Kriz öncesi ise kısa vadeli sermaye akımlarının, ülkeler tarafından yeterince absorbe edilemediği gerçeği ile karşılaşırız. Yüksek miktarda kısa vadeli sermaye girişi birçok makro göstergede tahribata yol açarak krizlerin sebeplerini oluşturmuştur. Bu mekanizmaları reel döviz kuru değerlenmeleri ve nihai olarak artan dış açık problemleri olarak özetleyebiliriz.

### **2.3.1. İlk Deneme: Arjantin, Şili ve Uruguay Krizleri**

1970'lerden itibaren birçok gelişmiş ülke dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırma yoluyla piyasa mekanizmasının rolünü artırmış ve ekonomilerini serbestleştirmişlerdir. Finansın büyüme üzerindeki rolünün kabul edilmesi ve finansal sistemin gelişmesi için öncelikle serbestleştirilmesi gerektiği tezlerinin kabulüyle birlikte gelişmekte olan ülkelerde serbestleşme hamlelerine başlamıştır. Finansal serbestleşme reformlarını 1970'lerin ortasında ilk yapan ülkeler Latin Amerika ülkelerinden Arjantin, Şili ve Uruguay olmuştur. Faiz oranlarının serbest bırakılması ile reel faiz oranları bu ülkelerde yüzde 50'li oranların üzerine çıktı. Faiz oranları üzerindeki baskının kaldırılmasının yanında ticaret üzerindeki miktar kısıtlamaları azaltılıp, dış ticarete uygulanan tarifeler yumuşatıldı. Bunların yanında yerel sermaye piyasaları oluşturularak, sermaye hareketleri de serbest bırakıldı. Böylece büyümenin finansal gelişmeye ve ihracata bağımlı olacak şekilde bu ülkelerde büyük reformlar yapılmış oldu (Edwards, 1984, s. 1).

Arjantin, Şili ve Uruguay 1970'ler öncesinde uzun süre içe dönük kalkınma stratejileri izlemiştir. İçe dönük kalkınma stratejileri beraberinde ciddi devlet müdahaleleri gerektiren sistemlerdir. İthal ikameci olarak tanımlanan bu politikalar gereği, ihracat karşısı tüm sektörlerde dış ticaretin sıkı şekilde kontrol edildiği ve korunmaya dayalı bir sistem oluşturulmuştu. Mal ticaretindeki ithal ikameci yaklaşımın yanında devlet müdahale ve kontrolleri finansal sistem üzerinde de yoğun şekilde uygulanıyordu. Ancak model gerekli verimi sağlamamış ve bu ülkeler ödemeler dengesi krizleri ve düşük büyüme sorunlarıyla karşılaşmışlardır. Tüm bu sebeplerden kaynak dağılımında etkinliği

artırmak ve birçok sektörde ithal ikameci yaklaşımın zıddı olarak bazı sektörlerde uzmanlaşma ile ihracata dayalı bir modele geçiş düşünülmüştür. Bu amaçla emtia fiyatları üzerindeki kontroller kaldırılmış, kamu açıklarını azaltıcı gelirler politikalarına geçiş sağlanmış, emek piyasası üzerindeki kısıtlamalar yumuşatılmış ve faiz oranları üzerindeki baskı politikalarından vazgeçilmiştir(Corbo, De Melo ve Tybout, 1986, s. 608).

Reformlar 1974 yılında Uruguay ve Şili de başlamış ve onu 1976 yılında Arjantin takip etmiştir. Uygulanan stabilizasyon programlarının amacı kısa vadede kurtarma operasyonları şeklinde ve uzun vadede kalıcı ekonomik büyümeyi dengeli bir makroekonomik yapıyla sağlamaya yönelikti. Uzun vadede temel amaç devlet müdahalesine gerek kalmadan üretim faktörleri, finansal yapı ve dış dengenin piyasa mekanizması tarafından sağlanması idi. Reformlar ilk yıllarda olumlu etki gösterse de her üç ekonomi de genişleme sonrası ciddi bir daralma ile sonuçlanacak krizlere girmiş ve liberalizasyon politikalarından vazgeçmek zorunda kalmıştır.(Brooks, 2004, s. 2)

Reformlar öncesinde Arjantin ve Şili yüksek kamu açıkları, ödemeler dengesi krizi ve çok yüksek enflasyonu olan ülkeler durumundaydı. Şili 1973 yılında %1000 ve Arjantin ise 1976 yılında %2300 gibi yüksek enflasyonları görmüştü. Reform öncesi kamu açıkları Arjantin’de milli gelirin yüzde 12’si ve Şili’de yüzde 16’sı kadardı. Merkez bankası rezervleri her iki ülkede de neredeyse yok gibiydi. Uruguay’ın reform öncesi yapısı diğer iki ülkeden daha iyiydi enflasyon yüzde 97’lerde, kamu açıklarının milli gelire oranı ise %3,2 gibi düşük oranlarda idi. Ancak Uruguay’ın en önemli sorunu 20 yıla yakın süredir sıfıra yakın seviyede gerçekleşen düşük büyüme oranlarıydı.(Corbo ve diğerleri, 1986, s. 608)

Reformlar farklı sıralama ile olsa da her üç ülkede de hızlıca uygulandı. Reformların gereği olarak fiyat kontrolleri kaldırıldı, faiz oranları serbest bırakıldı, finansal aracılık işlemleri merkezi kontrolden çıkarıldı, emek piyasası kısmi olarak kuralsızlaştırıldı, dış ticaret üzerindeki kısıtlamalar azaltıldı ve sermaye girişlerine izin verildi. Arjantin ve Uruguay ticaret kısıtlamalarını ve kısa vadeli sermaye akımlarını reformun başında serbest bırakırken, Şili kısa vadeli sermaye hareketlerini daha geç serbest bırakmıştır.

Her üç ülke içinde hemen çözülmesi gereken makro ekonomik sorunların başında yüksek enflasyon, kamu açıkları ve ödemeler dengesinde yaşanan sorunlar gelmekteydi. İki aşamalı bir stabilizasyon programı çerçevesinde ilk etapta enflasyonu ve kamu açıklarını

azaltmak için parasal ve mali sıkılaşıma gidildi. Dezenflasyon programının ekonomiyi resesyona sokma ihtimali de bulunmasına karşın, enflasyonun ve kamu açıklarının kontrol altına alınmasından beklenen faydanın daha önemli olduğu düşünülmüştü. Dezenflasyon politikaları başarılı oldu ancak ödemeler dengesi sorunları çözülmemişti. Bu sebeple harcama kaydırıcı politikalar çerçevesinde, tüketimi ithal mallardan yerli ürünlere kaydırmak amacıyla yüksek oranda devalüasyonlar yapıldı. Ödemeler dengesinde yaşanan sorunlar devalüasyonlarla çözülmüş gözüküyordu. Ancak enflasyon her üç ülke içinde hala yüksek düzeydeydi.<sup>4</sup> Enflasyonu daha makul seviyelere çekmek için ülkeler ikinci aşama stabilizasyon programına geçtiler. Bu program döviz kurunu, enflasyonu kontrol altına almak için çıpa olarak kullanan bir politika önerisi içeriyordu. Döviz kuru hedefleri ve önceden açıklanan devalüasyon oranları ile beklentiler şekillendirilecek böylece enflasyon kontrol altına alınacaktı. Kurdaki artışı yerel ülke ile dünya enflasyon beklentilerinin farkı olacak şekilde baştan açıklanan bir devalüasyon modeline geçiş sağlandı. Devalüasyon oranları 6 aylık oranlar şeklinde ve beklenen enflasyon farklarına göre belirlenmişti. Döviz kurunun gelecekte ne olacağına dair verilen kamu garantileri bir nevi ücretsiz sigorta gibi algılandı ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde spekülasyon güdüsüyle ciddi artışlar oldu. Kısa vadeli finansal akımlar içindeki yüksek faize geliyor ve kur garantisi elde etmiş oluyordu. Döviz bazlı getirinin yüksek olması sermaye hareketlerini cezbediyordu. Bu durum ülke döviz kurlarının hızlıca reel olarak değer kazanmasına ve ihracatçı sektörlerin avantajını kaybetmesine neden oldu. Aşama 2' de enflasyonu kontrol altına almak için ilan edilen sürünen kur veya önceden açıklanan devalüasyon oranları kurlarda aşırı değerlenmeye ve ticaret dengesini bozmaya başlamıştı. Ödemeler dengesinde yaşanan bozulma nedeniyle önceden açıklanan devalüasyon sözleri tutulamayınca yabancı sermaye hızlıca çıkışlar gerçekleştirdi ve her üç ülke resesyona girmek zorunda kaldı(Corbo ve diğerleri, 1986).

Finansal serbestleşme politikalarını ilk uygulayan üç ülke nihayetinde yaşanan yabancı sermaye çıkışları ile krize girmişler ve sermaye hareketlerini ve ithalatı kısıtlamak zorunda kalmışlardır. Ancak bu ülkelerin 80'lerin başında yaşadığı krizlerin iç dinamiklerin dışında başka bir sebebi daha bulunmaktadır. 1970'li yıllarda yaşanan petrol krizi gibi nedenlerle enflasyon Amerika'da da kontrolden çıkmıştı ve uzun vadeli

---

<sup>4</sup> 1977 yılında Şili enflasyonu yüzde 50, 1978 yılında Arjantin enflasyonu yüzde 166 ve Uruguay enflasyonu 1978 yılında yüzde 50 seviyelerinde idi.



ortalamalarının çok üzerinde idi. Amerika'nın enflasyonla mücadele amacıyla 1981 yılında faizleri çok yüksek miktarda artırması yabancı sermayenin hızlıca çıkışında başka bir etken olarak akılda tutulmalıdır. (Brooks, 2004, s. 393)

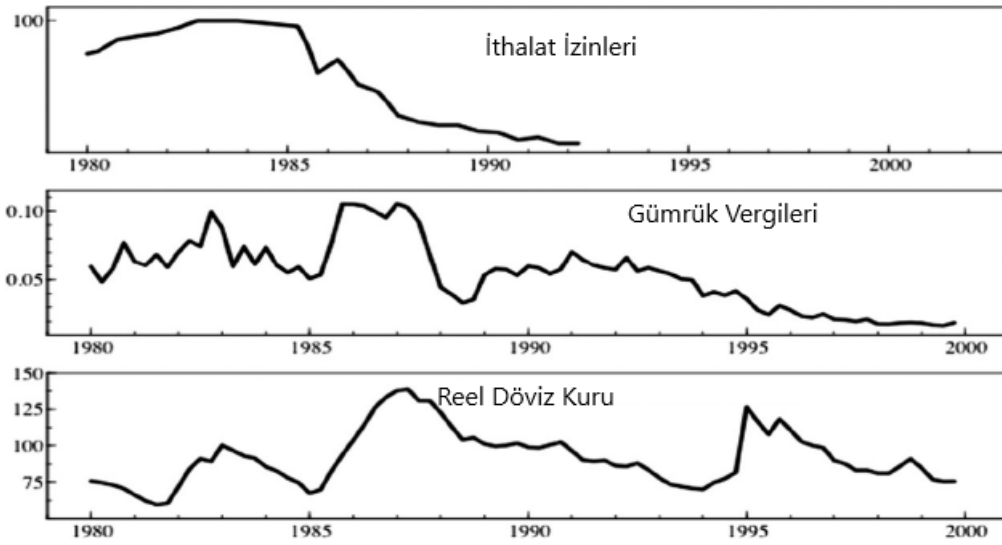
Finansal liberalizasyonun beklenen faydaları ile ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek isteyen ilk üç ülke Şili, Arjantin ve Uruguay 1980'li yılların başında derin krizlerle karşı karşıya kaldılar. Finansal serbestleşme neticesinde yatırımları artırması beklenen kurumlar; bağımsız ve efektif çalışmaları beklenen finansal aracılık kurumları ve genelde bankacılık sistemi idi. Ancak bankaların ekonomik büyümeyi artıracak verimli projeleri tercih edeceklerine dair beklentiler bu ülkeler için gerçekçi olmamıştır. Bol miktarda yabancı sermaye ile yaratılan kredilerin ithalat için kullanıldığı ve sistemin devamı için daha yüksek faiz önerilen bir yapı ile karşı karşıya kalınmıştır. Ancak yine de sistemin sürekliliğini bozan en önemli durumun döviz kuru politikaları olduğu açıktır. Enflasyonu ve beklentileri kontrol altına almak için ileri tarihli ve kamu garantili döviz kuru hedefleri; kontrolsüz ve kuralsız giriş çıkış yapabilen yabancı sermaye için garantili spekülasyon ve yüksek faiz ortamı oluşturmuştur. Bu sayede yerel kurların reel olarak değerlendirilmesi ise ithalatı cazip, ihracatı ise zorlaştıran bir yapıya neden olmuştur. Ödemeler dengesi ile ilgisi sorunlar arttıkça ise sistemin devam etmeyeceğine dair beklentiler oluşmuş ve ilk korku anında yabancı sermaye hızlıca çıkış yapmak durumunda kalmıştır.

### **2.3.2. 1994 Meksika Krizi**

Meksika krizi finansal serbestleşme akımlarının iyice kabul gördüğü ve yaygınlaştığı yıllarda ilk yaşanan kriz olması açısından oldukça önemlidir. 1982 senesinde iflas açıklayan Meksika hükümeti bu süreçte tüm bankaları kamulaştırmıştı. Ancak 1980'li yılların ortasında petrol fiyatlarında yaşanan düşüşler nedeniyle ülkede işler bir türlü rayına girmemekte idi. 1987 yılı itibari ile Meksika hükümeti büyük bir reform programı başlattı. Program kamunun iç ve dış borçlarını azaltmak üzerine idi ve bu amaçla kamuya kaynak oluşturmak için 1989 yılında özelleştirme programları başlatıldı. Özelleştirme programına 1991 yılında bankalar da dahil olmuştu. Meksika uzun yıllardır ithal ikame politikası izleyen ancak özellikle Amerika'nın enflasyonla mücadele amacıyla yüksek faiz artışları yaptığı 1980'li yıllarda bu nedenle zor duruma düşen bir sektörel yapıya sahipti. 80'lerin sonunda önce ticari liberalizasyon yapılarak tarife oranları düşürüldü ve sonrasında ithalat yasakları kaldırıldı. 1989 yılında ise finansal liberalizasyon başladı.

Öncelikle hükümet dış borçlarını büyük kreditorlerle anlaşarak yapılandırdı. Sonrasında ise yerel banka ve şirketlerin dış borç alabilmesine izin verdi. Bu süreçte yabancılarında hisse senedi piyasalarına girmesine izin verildi. Amerika ve IMF teşvikleri ile finansal serbestleşme her alanda serbestleşmeye bırakıldı ve Meksika OECD'ye alındı. 1992 yılında ise kuzey Amerika serbest ticaret anlaşmasına (NAFTA) dahil olundu(Ros ve Lustig, 2007).

Ticari ve finansal liberalizasyonun hızla yapıldığı ülkede birçok makroekonomik göstergede iyileşme yaşandı. Enflasyon oranı 1987'de %130 iken, 1994'te yüzde 7'ye geriledi. Büyüme oranları yüzde 4 civarında stabilize oldu ve kamu açıkları toplam milli gelire oran olarak yüzde 1 in altına geriledi. Tüm göstergelerde iyileşmeye rağmen asıl problem cari açığa idi. 1993 yılında milli gelirin yüzde 7,2 si kadar cari açık verildi. Cari açığın temel sebebi mal ve hizmet ticaretindeki dengesizlikten kaynaklanmakta idi. Ve açık portföy yatırımları ile finanse ediliyordu(Mishkin, 2006).

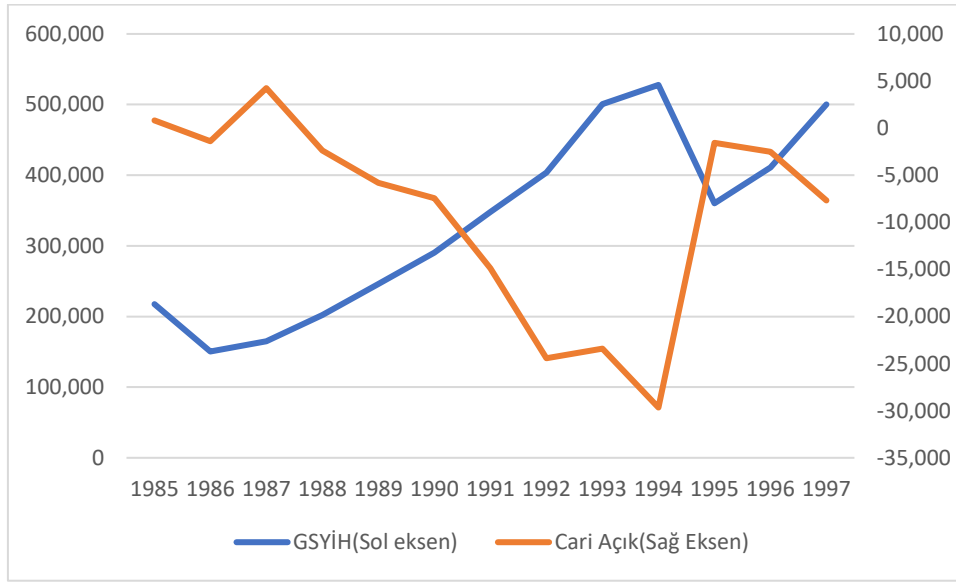


**Şekil 5:** İthalat ve Reel Döviz Kuru-Meksika

**Kaynak:** López, (2015), s. 378

Meksika reformunun önemli bileşenlerinden bir tanesi sabit döviz kuru sistemiydi. Sabit döviz kuru sayesinde yabancı sermaye kur riski taşımadan yatırım yapabilmekte, ithalat fiyatları sabit kalarak enflasyonu düşürmekte ve ihracatçı sektörler rekabete zorlanmaktaydı. Sabit döviz kuru bir çıpa olarak kullanılmış ve enflasyonda ciddi düşüşler başarılmıştır. Ancak dış açık sorunu devam etmektedir. Finanse edilse de yüksek dış açık kriz riskini artırmaktadır. Hem iç hem dış yatırımcılar olası bir şok durumunda

hızlı çıkış sergileyerek ülkeyi krize sokabilir. Nitekim 1994 yılı şubat ayında Amerikan merkez bankasının faiz artırmaya başlaması ilk şok olarak değerlendirilebilir. İkinci şok ise Mart 1994'te ülke içindeki güvensiz durum ve seçilmesi muhtemel siyasetçilere yapılan suikastlar nedeniyle yaşanan kaos ortamıdır. Her iki şokla birleşen riskli yapı 1994 sonbaharında ciddi borsa düşüşleri ve yabancı sermaye çıkışıyla krize dönüşmüştür(Mishkin, 2006), (Musacchio, 1994). Şekil 5 dış açık sorununun nasıl oluştuğunu açıklamaktadır. 1985 yılından sonra dış ticaret engelleri aşamalı olarak kaldırılmış ve 1989 itibari ile yabancı sermayeye girişe izin verilmiştir. 1989 ve 1995 arasında reel döviz kurunun değerlenmesinin sebebi yüksek miktarda giriş yapan yabancı sermayedir. Reel döviz kurunun sürekli değerlenmesi ithal malları cazip, ihraç malların ise rekabetçi seviyesini düşüren bir yapı oluşturmuştur. Nitekim Şekil 6'te büyüme ve cari açık ilişkisi gösterilmiştir. 1989 sonrası cari açık ve GSYİH beraber artmaya başlamış ve 1994 sonundaki krizle ilişki terse dönmüştür.



**Şekil 6:** Meksika Cari Açık ve Büyüme (1985-1997)

**Kaynak:** Yazar tarafından IMF ve Dünya Bankası verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Meksika'da 1991 yılında kamu elindeki bankalar sadece yerel aktörlerin girebileceği ihalelerle özelleştirildi. Mishkin (2006) bu özelleştirmelerde en yüksek fiyatı ödeyene ihalenin bırakıldığını aktarmaktadır. Bankacılık deneyimi araştırılmamış ve yüksek kaldırma imkanları kullanılarak, bankaları alanların fon eklemeyen satın alabilmesi sağlanmıştır. Özelleştirilen bankalara sahip olan gruplar, yeni fon zorunluluğu olmadığı için ciddi risk almadan banka sahibi olmuşlardır. Bu durumda ciddi ahlaki seçim

problemlerinin yaşanması kaçınılmazdır. Banka sahipleri daha fazla kazanmak için her türlü riski almaya açık hale gelmiştir. Ayrıca Meksika hükümeti mevduatlara çok kapsamlı bir devlet garantisi sunarak, mevduat sahiplerinin de bankalar arasında gözlem ve tercih yapma gereksinimini ortadan kaldırmıştır. Tüm bu mekanizmalar sabit döviz kuru sistemi ile birleşince kriz kaçınılmaz hale gelmiştir. Sabit döviz kuru sayesinde yabancı yatırımcılar borç verme konusunda yarışmış, içerdeki yatırımcılar ise sabit kur nedeni ile dolarize olup dolar üzerinden borç vermişlerdir. 94 yılı bahar aylarında yaşanan dış ve iç şoklar neticesinde sistemin devam edemeyeceğine dair beklentiler oluşmuş ve yabancı yatırımcı peso satın dolar almaya başlamıştır. Sonrasında merkez bankası pesoyu savunmak için faizleri artıramamıştır çünkü yerel bankalar aşırı borç vermiş ve faize duyarlılıkları çok yüksek durumdadır. Bunun fark edilmesi ile peso tekrar bir atağa maruz kalmış ve en sonunda rezervler yeterli gelmeyince ciddi bir devalüasyon ve faiz artışına gidilmek zorunda kalmıştır. Borsa dolar bazında yüzde 60 düşmüş, iç borçlanma senetlerinin faizleri yüzde 100'ü aşmıştır.

### **2.3.3. 1997 Güney Kore Krizi**

Güney Kore, 1960'lı yıllardaki Kore Savaşından sonra tercih ettiği ihracat odaklı sanayileşme politikalarında oldukça başarılı olmuş ve 1960-1997 yılları arasında ortalama yüzde 8 büyüme hızı yakalamıştır. Güney Kore mucizesi olarak bilinen ekonomi modeli devlet ve şirket ortaklığında seçilmiş sektörlerde yoğunlaşan bir modeldi. Sıkı bir finansal kontrole sahip olan modelde krediler ve bankacılık sistemi de devlet tarafından kontrol ediliyordu. Finansal imkanlar özellikle ihracata dayalı ve kamu-özel ortaklığı şeklinde kurulu şirketlere aktarılıyordu(Demetriades ve Fattouh, 1999).

1990'lı yılların başında Güney Kore, Amerika'nın baskısı ile Amerikan finansal servislerinin Kore piyasalarına girmesi için finansal liberalizasyon adımları atmaya başladı. 1980'ler dünyada yaşanan resesyon neticesinde Kore bir süre cari açık sorunuyla uğraşmış ve finansmanı için Amerikan bankalarının yatırım yapmasına izin vermişti. Özel yatırım izni alan Amerikan bankalarının Kore'den elde ettikleri karların çok yüksek olması bu şirketlerin Amerikan hükümetine Kore'nin finansal yatırımlara izin vermesi için uzun süreli baskılar yapmasına neden oldu. 1986-89 yılları arasında ise yüksek miktarda cari fazla veren Kore, bu sürenin sonunda Amerikan Hazine Bakanlığının açtığı döviz kuru manipülasyonu soruşturmalarına maruz kaldı. Güney Kore tüm bu baskılar

neticesinde sigortacılık sektörünü yabancı yatırımcılara açmak ve döviz kuru sistemini esnekleştirmek zorunda kalmıştır. Ayrıca OECD'ye girmek içinde yapılması gereken şartlar<sup>5</sup> arasında finansal piyasaların entegrasyonunu sağlamakta vardı. IMF yardımı ve yönlendirmesi ile finansal liberalizasyon adımları 90'lı yıllarda hızlandı. Finansal serbestleşme adımları kademeli olarak ve çoğunlukla devlet kontrolünde belirlenen limitlerle 1997 yılına kadar devam etti(Kwon, 2007).

Kore'nin ekonomik yapısı Chaebols denen aile şirketleri tarafından yönetilmektedir. Bu şirketler devlet tarafından korunmakta ve kredilerine garantiler verilmektedir. Mishkin (2006)'in aktardığına göre bu şirketlerin karlılık seviyeleri 1990-93 arasında yüzde 3 ve 1996'da yüzde 0,2'ye kadar düşmüştür. Ancak bankalar bu şirketleri mevcut devlet garantisi ve gelenekler nedeniyle fonlamaya devam etmiştir. İç tasarruflar Chaebols şirketleri ve yatırımlarını fonlamakta yetersiz kalınca yine bu şirketlerin baskısı ile yabancı fonların kullanımını gündeme gelmiştir. 1993 yılında başlayarak kısa sürede gerekli düzenlemeler yapılmış ve Güney Kore bankaları diğer ülkelerde fon toplama amacıyla şubeler açmıştır. Uzun vadeli kredilerde devlet garantisi sistemi olması ve kısa vadeli fonların faizlerinin düşük olması nedeniyle, bu bankalar kısa vadeli ucuz fonları toplayarak Chaebols şirketlerine uzun vadeli krediler aktarmaya başlamıştır. Hatta Chaebols şirketleri kendileri ile ilişkili bankaları ticari banka statüsüne çevirerek, kendi bankaları üzerinden kısa vadeli yabancı fon toplamaya başlamış ve kendilerini fonlamışlardır. Yabancı sermaye hem Kore hükümet garantisi hem de IMF kurtarma paketlerine güvenerek bu fonları sağlamaya devam etmiştir(Mishkin, 2006). 1997 yılında toplam yabancı sermayenin içinde kısa vadeli borçların oranı yüzde 70'e kadar ulaşmıştır.

1996 yılında 14. Büyük Chaebols şirketinin iflas etmesi kamu garantilerini sorgular hale getirerek finansal krizin başlangıcını oluşturmuştu. İlk etapta borsa yüzde 30 düşerek tepki verdi ama diğer Chaebols şirketlerinden de iflaslar gelmeye başladığında borsa düşüşleri yüzde 50'leri aştı. Güney Amerika ve Meksika krizlerinde de gördüğümüz ve kriz dinamiklerini hazırlayan kur sistemi Kore'de de mevcuttu. Güney Kore 1990 sonrasında döviz kuru sistemini konvertibl hale getirmiş ancak yine de kamu kontrolünde dar bantta dalgalanmasına izin verilmekteydi. Kurların kamu güvencesi ile neredeyse sabit veya

---

<sup>5</sup> Güney Kore, OECD ekonomik iş birliği örgütünün 29. Üyesi olarak 1996'da birliğe katılmıştır. Birliğe katılım için gerekli olan finansal koşullar; tüm üye ülkelerin sermaye hareketlerinin (portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ve ticarete kullanılan finansal işlemler) önündeki her türlü engeli kaldırmaktır.

öngörülebilir yapıda olması hem yabancı fonların girişinde hem de içerde ciddi derecede dolarizasyona sebep olmuştu. 1997 yılında Tayvan'da yaşanan kriz bulaşma etkisiyle Kore'ye de sıçradı. Yabancı yatırımcılar Kore bankacılık sisteminin risklerini fark edip çıkmak istediler. Kore çıkışı engellemek için bir takım sermaye kontrolleri getirirse de artık Kore şirketlerine verilen borçlar yenilenmez hale gelmişti. Kore merkez bankası rezervleri yüksek gözükiyordu ancak sonradan var olan rezerv erlerin zaten Kore bankalarının yabancı şubelerinin ödemeleri için kullanıldığı anlaşıldı. Bu durum Kore'den çıkışları daha da tetikledi. 1997 sonbaharında birkaç ay içinde Kore Wonu yüzde 50'ye yakın değer kaybetmek zorunda kaldı. 1997 yılında IMF ile 57 Milyar dolarlık bir kurtarma paketine imza atıldı. Bu paket ayrıca yerel finansal piyasalarla ilgili ciddi değişikliklerde içeriyordu. Krizle birlikte 1998 yılında büyüme yüzde 10' yakın düştü. İşsizlik yüzde 7'ye çıkarken yoksul sayısı 10 milyonu aşmıştır(Mishkin, 2006)(Kwon, 2007)(Demetriades ve Fattouh, 1999).

Güney Kore finansal krizinin temel nedeni yeteri kadar gelişmemiş finansal sistem ve ahlaki tehlike probleminin bulunması idi. Finansal sistem etkinlik kuramına dayalı kararlar yerine geleneklere ve devlet korumasına dayanan bir şekilde kredi dağıtmış ve yabancı sermayede bu amaçla kullanılmıştır. Güney Kore krizden IMF ve G7 ülkelerinin sağladığı fonlarla ve sanayiye dayalı üretim sistemi sayesinde hızlı çıkmıştır. Ancak bu kriz yayılma etkisiyle birçok gelişmekte olan ülkede sorunlara neden olmuştur.

### **3. BÖLÜM: FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ, UYGULAMASI ve MALİYETLERİ**

Bu bölümde finansal liberalizasyon sonrası birçok ülkenin kalıcı etkileri olan krizler yaşaması ve yapılan çalışmalarda finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında beklenen pozitif ilişkilerin net olarak bulunamaması ile değişen literatür aktarılmıştır. Finansal liberalizasyonun teorik faydalarının gerçekleşmemesi, serbestleşme amacıyla uygulanan politikaların sıralamasının hatalı olmasına veya ülkelerin yeterli ön koşulları sağlamamasına bağlanmıştır. Bazı görüşler ise finansal akımların bir kısmının iyi bir kısmının kötü büyüme etkileri olduğunu iddia etmiştir. Özetle bu bölümde finansal liberalizasyonun başarılı olmamasının sebeplerini açıklamaya çalışan literatür aktarılacaktır.

#### **3.1. Finansal Serbestleşmenin Önkoşulları**

Finansal serbestleşme deneyimlerinin birçoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Faiz oranları üzerindeki baskının tamamen kaldırılması borçlanma ihtiyacı olan iktisadi birimlerin kaçınılmaz olarak iflasa sürüklenmelerine neden olmuştur. İşlerini yürütmek için borç bulmaları gereken firmalar daha yüksek faiz oranları ile karşılaşmış ve borç alabildikleri sürece bu döngüye katılmışlardır. Borçların maliyetleri arttıkça daha çok borçlanma gereksinimi oluşmuştur. Finansal serbestleşme neticesinde faiz oranlarının yükselmesi, ironik olarak mali dengesizliklere ve kötü işleyen finansal yapılara neden olmuştur(Fry, 1989, s. 758).

Yüksek faizler neticesinde uzun vadeli yatırımlar dışlanmış ve sadece acil ihtiyaçlar finanse edilir hale gelmiştir. Bu bakımdan finansal serbestleşmeden beklenen etkilerin tam tersi sonuçlar ortaya çıkabilmiştir.

Fry Maxwell (1995) finansal serbestleşme veya uluslararası finansal akımların serbest bırakılmasından önce ülkenin bir takım ön koşulları yerine getirmiş olması gerektiğini belirtmiştir ve ön koşulları şu şekilde sıralamıştır:

- 1- Ticari bankaların tamamen denetim dışı bırakılmaması: İlimli ve ihtiyatlı biçimde oluşturulacak bir yapı ile yasal bir zemin içinde denetlenmeleri gerekmektedir. Bunun için kamu kurumları oluşturulmalı ve denetim ve gözetleme mekanizmaları oluşturulmalıdır.

- 2- Yeterli seviyede fiyat istikrarının sağlanmış olması gerekmektedir. Politikacıların temel makroekonomi bilgisine ve anlayışına sahip olmaları gerekir. Parasal genişleme veya merkez bankası kaynaklarının kamu finansmanında kullanılması kaçınılmaz olarak fiyat artışına yani enflasyona neden olacaktır. Parasal istatistikler gecikme olmadan açıklanmalı ve siyasilere de bu konuda kararlı olmaları gerekir. Para politikasının fiyat istikrarı, tam istihdam ve düşük işsizlik hedeflerinden uzun vadede ancak fiyat istikrarı üzerinde etkisi olacağı bilincini oluşturmak gereklidir. Parasal genişleme orta ve uzun vadede ekonominin büyüme oranı ile dengeli olarak artmalıdır.
- 3- Para politikası ile döviz kuru politikalarının koordineli olması gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda finansal serbestleşme sonrası serbest dalgalı kur rejimi yerine sabit veya enflasyona göre ayarlanan kur sistemleri uygulanmıştır. Sabit kur sistemi uygulamanın gerekçesi yabancı sermayeye reel faiz oranı garantisini vererek finansal akımları cezbetmek olmuştur. Ancak enflasyon sorunu çözülmediğinde sabit kur sistemleri reel kurda düşmeye neden olarak ihracat fiyatlarını düşürürken, ithalatı cazip kılmaya neden olmuştur. Yüksek enflasyon altında kurda sık güncelleme yapma ihtiyacı doğmakta, güncelleme geciktiğinde ise kur seviyesine olan itibar zedelenmekte ve yabancı sermayenin aniden kaçmasına neden olacak riskli durumlar ortaya çıkarmaktadır. Bu sebeple enflasyonu kontrol altında tutan bir para politikasına ve dış dengeyi bozmayan bir kur oranına ihtiyaç duyulmaktadır. Bunu sabit kurla sağlayabilen ülke oldukça azdır. Sistemin uzun süreli olarak sürmesi için ya dalgalı döviz kuru ve aktif para politikası uygulanmalı ya da küçük ülkelerde başarılı olan başka bir paraya endekslenerek para arzı ve faiz oranı tamamen endekslenen ülkedeki gelişmelere bırakılmalıdır.
- 4- Mali disiplinin sağlanmış olması: Kamunun finansmanının sağlıklı ve sürdürülebilir bir yapıda olması gerekir. Merkez bankası kaynakları kullanılarak enflasyona neden olacak şekilde borçlanma yöntemlerinden vazgeçilmesi gerekmektedir. Finansal serbestleşme sonrası sermaye girişleri neticesinde merkez bankası kaynakları döviz kurunun aşırı değerlenmemesi için artabilir ancak bu kaynaklar kamu tarafından kullanılırsa sermayenin tersine dönme ihtimalinde savunmasız kalınabilir. Özetle parasal genişlemeye sebebiyet verecek



kamu açıklarından uzak durmak ve sağlıklı bir kamu finansmanı sistemi oluşturmak, finansal serbestleşme öncesi elzemdir.

- 5- Bankaların rekabetçi ve kar maksimizasyonu güden yapılar olması gerekmektedir.
- 6- Finansal aracılık yapan kurumlara açık veya örtük biçimde vergiler uygulamayan bir vergi sistemi.

Mathieson ve Rojas-Suarez (1993) IMF tarafından yayınlanan ve sermaye hesabı liberalizasyonu ile ilgili kitaplarında finansal serbestleşmenin ön koşullarını ülke örnekleri ile karşılaştırarak şöyle sıralamışlardır.

- Mali reform: Finansal serbestleşme öncesi en önemli reform kamu açıklarının finansmanının enflasyon yaratmayan bir patikada düzenlenmesidir. Kamu açıklarının parasal genişleme ve nihayetinde enflasyon vergisi ile finansmanı, finansal açıklık sonrasında da devam ederse bu yerel tasarrufların ülke dışına kaçmasına neden olabilir. Kamu açıkları finansman bonoları aracılığıyla iç ve dış kaynaklardan finanse edilebilir. Ancak bu borçlanma sürekli artarsa özellikle finansal açıklık durumunda ülkenin kredibilitelerini olumsuz etkileyecek ve sert sermaye kaçışlarına neden olabilecektir.
- Ahlaki tehlike problemi: Finansal sistemin banka kaçıışı gibi sorunlarla yüzleşmemesi için birçok devlet mevduat garantileri getirmiştir. Bunun yanında bankaların kısa ve orta vadeli likidite sorunu yaşamaları durumunda merkez bankası kaynaklarının kullanılması da yaygınlaşmış bir uygulamadır. Finansal serbestleşmeye giden ülkelerde finansal sistemi anlatılan potansiyel tehlikelerden korumak için yapılan sigortalama işlemleri ahlaki tehlike sorunları yaratabilir. Bu sigortaların kapsamı ve büyüklüğü arttıkça bankalar risklerin hesaplanmasında gerektiği kadar hassas davranmayabilir ve finansal sistemin etkinliği azalabilir. Bu bakımdan hem banka kaçışlarını engelleyecek hem de sistemi risklerin takibi konusunda rehavete düşürmeyecek dengeli bir sigorta mekanizması kurulmalıdır.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Burada yazar bankaların denetimi açısından Basel kriterlerini önermektedir ancak kriterler 1988 yılında ilan edilmiş ve G-10 ülkelerinin 1992'ye kadar uyum sağlayacağı belirtilmiştir. Hiçbir gelişmekte olan ülke için 1990'lı yıllarda böyle bir çalışma yoktur.

- Finansal gelirler üzerindeki vergileri finansal serbestleşme öncesinde dünya standartlarına uyumlu hale getirmek: Böylece sermaye kontrolleri kaldırıldığında vergi nedeniyle sermayenin ülke dışına kaçması engellenebilir.
- Fiyatlar ve ücretlerin esnekliğini engelleyecek gelenek veya kurallara bağlı düzenlemelerden vazgeçmek: Fiyat ve ücretler üzerindeki düzenlemelerin kaldırılması ile sermaye hareketlerine açık bir ülke küresel şoklara veya değişikliklere daha rahat uyum sağlayabilir. Örneğin dünyada faizlerin çok arttığı bir dönemde ücretlerde aşağı doğru baskı kurulamazsa daha fazla işsizlik ve daralma yaşanabilir.

Bazı ülkeler sermaye hareketlerini serbest bırakma girişimlerinde başarısız olmuşlardır. Bunun sebepleri hızlı sermaye çıkışları, varlık fiyatlarındaki aşırı hareketler ve reel döviz kurunda aşırı değerlenmeden kaynaklanan bir dizi sorundur. Bu deneyimler neticesinde finansal serbestleşme öncesinde ülkelerin bunu kaldırabilecek bir altyapıya sahip olmaları gerektiğine dair tavsiyeler yapılmıştır. Bu tavsiyeler temelde üç ayak üzerine oturur: mali disiplin, tutarlı makroekonomik politikalar ve gelişmiş bir finansal altyapı. 1980'li yılların başında finansal serbestleşme deneyimleri büyük krizlerle son bulan güney Amerika ülkeleri ve 1994 yılında yaşanan Meksika Krizi ile finansal serbestleşme öncesi uygun bir altyapı oluşturulması ile ilgili literatür ortaya atılmıştır. Ancak finansal serbestleşme sonrası beklenen faydaların aslında serbestleşme öncesi de olması gerektiği gibi çelişkili bir durum ortaya çıkmıştır.

### **3.2. Finansal Serbestleşmenin Sıralaması**

1970'lerde birçok gelişmekte olan ülke Keynesyen politikaların ve kalkınmacı geleneğin ithal ikameci yaklaşımlarına uyarak uzun süredir finansal baskı politikaları uyguluyorlardı. Finansal baskı politikasındaki temel araç baskı altında tutulan faiz oranıdır. Enflasyonun altında tutulan faiz oranı ile yatırımlar finanse edilmeye çalışılıyor ve ekonomik büyüme sağlanmaya çalışılıyordu. Ancak birçok ülke bu politikanın uzun süre uygulanmasının ardından gereken başarıyı gösterememişti. Düşük büyüme oranları ve kapanmayan mali açıklar, sorun oluşturmaya başlamıştı. Tam bu süreçte yaşanan petrol krizleri ve Bretton Woods sisteminin çökmesi ile dünyada ekonomi politikaları alanında da köklü değişimler yaşandı. Devletin ekonomide rolünün fazlaca olduğu ve refah harcamaları yaptığı dönem terkedilerek tekrar bir liberal akım başladı. Piyasa

dinamiklerini merkeze koyan bu yaklaşım devlet müdahalelerini sınırlarken, rekabeti ve buradan sağlanması beklenen verimliliği ön plana çekmişti.

Gelişmekte olan ülkeler, artan liberal politika adımlarına uyum sağlamak ve uluslararası sisteme entegre olmak için ticari ve finansal sınırlamaları kaldırarak serbestleşme adımları uygulamaya başlamıştır. Serbestleşme politikalarını tam anlamıyla ilk uygulayan ülkeler Arjantin, Şili ve Paraguay gibi Güney Amerika ülkeleri olmuştur. 1970'lerin ortasında iç ve dış finansal serbestleşmeyi hızlı bir şekilde uygulamışlardır fakat çok sürmeden 5-7 yıl içinde ciddi finansal krizlerle ve ödemeler dengesi problemleri ile karşılaşarak bu politikalardan vazgeçmek durumunda kalmışlardır.

Finansal serbestleşme politikalarının teorik altyapısını sağlayan hipotez olarak McKinnon-Shaw hipotezi gösterilmektedir. Bu hipotez öncelikle iç finansal baskıdan vazgeçilerek faiz oranlarını serbest bırakmayı, böylelikle finansal gelişmenin etkinlik çerçevesinde sağlanacağını ifade eder. Aynı etkinlik anlayışı ticari serbestleşme ve finansal olarak da dışa açılmayı beraberinde getirmektedir. Serbestleşme politikalarını ilk izleyen ülkelerin ciddi şekilde krizlerle karşılaşmış olması finansal serbestleşme teorisinde bazı eklemeler yapmayı gerektirmiştir.

McKinnon (1982) çalışmasında Arjantin ve Şili'de yaşanan krizleri ele almış ve yaşanan krizlerin sebebini, dış ve iç ticareti serbestleştirirken iyi şekilde sürdürülemeyen finansal kontrole bağlamıştır. Ona göre finansal baskı politikalarından, serbest ekonomiye geçerken mali, ticari, para ve döviz kuru politikalarının düzeni ve sıralaması önemlidir. Yazara göre doğru sıralama öncelikle dış ticaret engellerinin kaldırılması, yurtiçi sermaye piyasalarının dış kaynaklara ulaşımının sağlanması ve döviz kurunun stabilize edilmesi ile sağlanabilir.

Edwards (1984) ise Güney Amerika ülkelerinin serbestleşme sonrası yaşadığı krizleri açıklamak ve finansal serbestleşmenin olumsuz etkilerinden kaçınmak için yapılacak reformların, ülkenin durumuna göre belirli bir sırada yapılmasını tavsiye etmiştir. Yazarlara göre teorik çerçevede serbestleşmenin tüm alanlarda aynı anda yapılabilmesi için ülkede ayarlama maliyetlerinin, piyasa aksaklıklarının ve dışsallıkların olmaması gerekir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler aksaklıkların göz ardı edilebilecek bir seviyede olmaması nedeniyle, her ülke durumuna göre bir liberalizasyon sıralaması politikası izlemelidir. Ancak liberalizasyonun herhangi bir aşamasında yüksek miktarda yabancı

sermaye girişi, ihracatı azaltıp ithalatı artırmaya başlayabilir, bu ise uzun vadede sürdürülebilirliğe dair olumsuz sinyaller oluşturmaktadır. Yazar liberalizasyonun sıralaması ve hızı konusunda her ülke için geçerli bir politika olmadığını ancak sermaye hareketleri serbestisinin son aşama olması konusunda genel bir kabul olduğunu belirtmiştir.

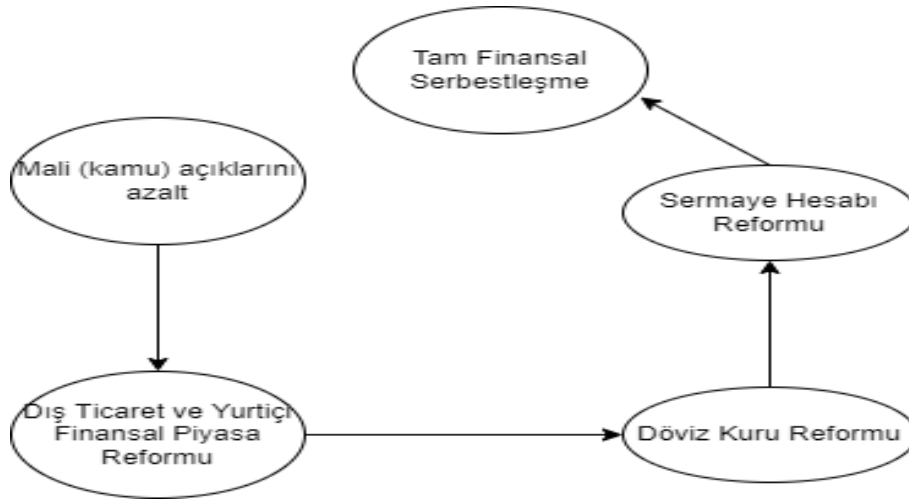
Finansal liberalizasyonun sıralaması ve hızı konusunda McKinnon ve Edwards gibi literatürün öncüleri iç finansal serbestleşme, banka reformları, ticari liberalizasyondan sonra, sermaye hareketlerini serbest bırakmak gerektiğini söylemişlerdir. Connolly ve McKinnon (1993) sermaye akımları veya uluslararası kuruluşların yardımlarının, ticari liberalizasyondan hemen sonra gelmesinin reel döviz kurlarını ihracatçı aleyhine bozacağı için sakıncalı olduğunu belirtmektedirler. İhracatın ve ithalatla rekabet eden iç üreticinin zarar görmesi, ülkede kalıcı olabilecek bir dış denge sorununa neden olabilir ve liberalizasyonun başarılı şekilde gerçekleşmesini engelleyebilir.

Glick ve Hutchinson (2005) sermaye hareketleri ve döviz kuru krizleri arasındaki ilişkiyi 1975-1997 yılları arasında 69 ülkeyi kapsayan bir çalışma ile incelemişlerdir. Söz konusu dönemde bu ülkelerde 160 adet döviz kuru krizi yaşanmıştır. Çalışmada sermaye kontrolü uygulamayan ülkelerin döviz kuru ataklarına karşı daha dayanıklı olduğu ve daha stabil bir kur seviyeleri olduğu tespit edilmiştir. Klasik liberalizasyon teorisinin tavsiyelerine göre zıt bir durum gibi gözükse de sermaye kontrollerini tamamen kaldırmış olan ülkelerin makroekonomik istikrarı, kurumsal gelişimi ve politik durağanlığı sağlamış olan ülkeler olduğu gözükmektedir. Sermaye kontrolleri kısa vadede istikrar sağlayabilen politikalar olabilir ancak uzun vadede sürdürülebilir değildirler. Sermaye kontrollerinin sağladığı zaman avantajı ile gereken istikrar programlarının uygulanması, spekülatif atakların azalmasının asıl sebepleri olacaktır.

Çalışmalarında yabancı banka girişlerinin yerel bankacılık sisteminin performansına etkilerini inceleyen Bayraktar ve Wang (2004), ayrıca finansal serbestleşme sıralamasında farklı politikaların uygulanmasının bankacılık sistemi performansına etkilerine de bakmışlardır. Yabancı banka girişinden elde edilen etkinlik artışı, hisse senedi piyasalarını finansal serbestleşmenin ilk aşamasında uygulayan ülkelerde daha fazla olmaktadır sonucunu bulmuşlardır. Sermaye hesabını ilk olarak serbestleştiren ülkelerde ise yabancı banka girişinden beklenen etkinlik artışı oldukça düşüktür.

Hansanti vd. (2008) çalışmalarında finansal serbestleşmenin sıralaması literatürünü geniş bir şekilde inceledikten sonra, bazı ufak farklılıklar olmasına rağmen genel olarak tüm yazarların en başta kamu açıklarının azaltılması ve en sonda tam sermaye serbestisine geçilmesini tavsiye ettiklerini belirtmişlerdir. Şekil 7’de literatürde kabul gören temel sıralama aktarılmıştır.

Edwards (2009) ise iktisadi serbestleşme sürecinde yapılan reformların sıralamalarının makroekonomik istikrar üzerine etkilerini inceledikleri çalışmalarında; finansal serbestleşmenin hızlıca gerçekleşmesinin, ülkenin krizlere yatkınlığını artırdığını belirtmişlerdir. Ayrıca serbestleşme politikalarında ilk olarak finansal akımların serbestleştirilmesi de benzer şekilde kriz etkilerini artırdığını belirtmektedir. Yazar finansal serbestleşme politikalarının sabit döviz kuru uygulayan ülkelerde; nihayetinde yüksek cari açığa neden olduğunu ve krizlerin kaçınılmaz olduğunu belirtmiştir.



**Şekil 7:** Finansal Serbestleşmenin Sıralaması

**Kaynak:** Hansanti vd, 2008, s. 25

Kamu veya mali açıkların ilk başlangıç olarak azaltılması veya kontrol altına alınması gerektiği ile ilgili tespitler bu açıkların enflasyonist etkisinden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde iktisadi büyüme için kamu harcamalarının artması ve bunun finansmanının parasal genişleme yöntemleri veya enflasyon vergisi ile sağlanması şeklinde uygulanan politikaların finansal liberalizasyonun temel savları ile çeliştiği açıktır. Kamu açıklarının finansmanı baskı altında tutulan faiz oranları ile yapılmaya devam ettikçe finansal sistemin gelişmesi beklenemez. Enflasyon altında kalan getiriler en azından resmi bankacılık ve borçlanma sistemin devredilecek tasarrufları azaltır ya

tasarruflar azalır ya da finansal yapı dışında değerlendirilir. Bu sebeple finansal serbestleşme literatürü ilk olarak kamu açıklarının yönetilebilir bir duruma inmesi gerektiğini ve finansmanının serbest bırakılan faiz oranlarından karşılanabilecek şekilde reforme edilmesi gerektiğini belirtmişlerdir.

İkinci aşama olarak dış ticaret ve iç finansal liberalizasyon gelmektedir. Ülkelerin tam sermaye serbestisine geçmeden hem mal piyasalarının uluslararası rekabete ve düzene ayak uydurması ve karşılaştırmalı üstünlüklere dayanan bir ticaret yapısına evrilmesi gerekir. İç finansal liberalizasyon ile de iç tasarrufların yasal finansal yapılarda değerlendirilmesi ile bir nevi yurtiçi finansal gelişmenin sağlanması umulmaktadır. Ticari dengelerin ve rekabetçi sektörlerle birlikte iç finansal gelişmenin sağlanması ile konvertibl bir döviz kuru sistemine geçilebilir. Sonrasında ise sermaye hareketleri serbest bırakılarak, uluslararası finansal sistemin kaynaklarından faydalanılabilir.

Tüm bu süreçte ülkeleri en zor duruma sokan aşırı sermaye girişi ile reel döviz kurlarının düşmesi ve dış dengenin bozulması süreçleri olmuştur. Dış ticari denge açık verdikçe sistemin sürdürülemeyeceğine dair beklentiler artmış ve ani çıkışlarla birçok ülkede finansal krizler yaşanmıştır. İşte bu sebeplerle iç finansal sistemin aşırı sermaye girişlerini absorbe edecek kadar gelişmiş ve enflasyonun reel kurları değerlendirmeyecek kadar düşük olması gerekir. Yeterli finansal gelişme ve makroekonomik istikrarın sağlanmadığı ülkelerde sermaye akımları ciddi riskler oluşturabilir.

### **3.3. Finansal Serbestleşmede Eşiklerin Rolü**

Finansal serbestleşmenin iktisadi büyüme üzerindeki olumlu etkileri üzerine literatürde genel bir kabul bulunmamaktadır. Yapılan ampirik çalışmaların sonuçları ise birbirleri ile tutarsızdır. Bu sebeple teorik olarak iddia edilen etkilerin tespitinde zorlanılmaktadır. Finansal serbestleşmenin büyüme üzerine etkileri bazı alanlarda belli bir gelişim göstermiş ülkelerde farklılaşabilir mi sorusuna cevap aranmaya başlanmıştır. Burada finansal gelişme, beşerî sermaye, mülkiyet hakları, hukuk altyapısı, şeffaflık ve yolsuzluk düzeyi, kurumsal kalite gibi alanlarda gelişme göstermiş ülkelerin, uluslararası sermayeden daha fazla ve etkili yararlanabileceği, bu ülkelerde finansal entegrasyonun büyüme üzerine olumlu etkileri olacağı beklenmektedir. Bu bakımdan bahsi geçen göstergelerin ölçülebilenleri eşik değerler olarak kullanılarak eşiğin altında ve üstünde kalan ülkelerde finansal entegrasyonun etkilerini inceleyen çalışmalar yapılmıştır. Bu

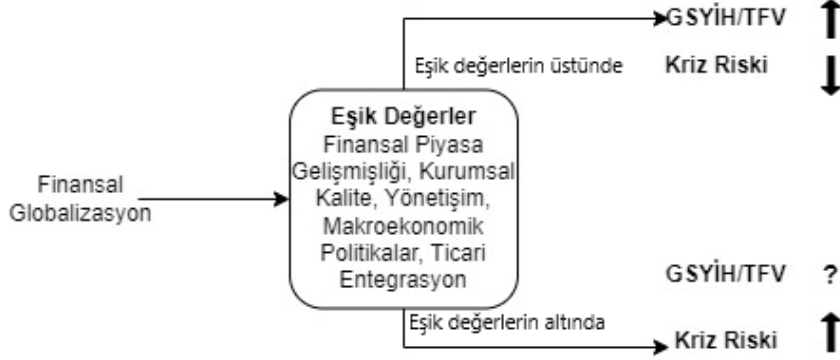
çalışmalarda eşik değer yaklaşımının finansal serbestleşme ve büyüme üzerine, ayrıştırılan etkiler neticesinde daha anlamlı sonuçlara ulaşan çalışmalar mevcuttur.

Faria ve Mauro (2004) yaptıkları çalışmada hızlı çıkış imkânı olmayan yabancı sermaye akımları yani doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının toplam sermaye akımları içindeki payını etkileyen mekanizmaları araştırmışlardır. Bu akımların toplam yabancı yatırımlar içindeki payının yüksek olması ülkenin daha kaliteli yabancı sermaye çektiğini göstermektedir. Hızlı ıkış riski düşük olan yabancı sermaye akımlarının ülkeyi krizlere karşı daha dirençli bir yapıda tuttuğu bilinmektedir. Çalışma; kurumsal kalite, eğitim durumu ve doğal kaynakların varlığı gibi etmenlerin doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımlarının toplam yükümlölükler içindeki payını açıklamak için geçerli değişkenler olduğunu göstermiştir.

Alfaro vd. (2004) ise çalışmalarında doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerine etkisini finansal gelişme üzerinden incelemişlerdir. 1975-1995 yıllarını ve 50 üzeri ülkeyi kapsayan çalışmada doğrudan yabancı yatırımların ancak yeterli finansal gelişmişlik koşulu ile ekonomik büyüme üzerine olumlu etkileri olduğu tespit edilmiştir.

Kose vd. (2011) 1975-2004 yıllarını kapsayan ve 84 ülkenin verisi ile yaptıkları çalışmada finansal açıklığın büyüme üzerine etkilerini; finansal derinlik, kurumsal kalite, iş yapma kolaylığı endeksi, ticari açıklık, makroekonomik istikrar, gelişme seviyesi gibi eşik değerler üzerinden açıklamaya çalışmışlardır. Çalışma bahsi geçen eşik değerlerin yüksek değerler aldığı ülkelerde finansal açıklığın büyüme üzerine etkisinin farklılaşp farklılaşmadığını dinamik, kuadratik ve örneklem ortalamasının altı ve üstü şeklinde ayrıştırılan yöntemlerle incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre her eşik değer büyüme etkisi üzerinde sınırlıda olsa anlam içermekle beraber finansal derinleşme ve kurumsal kalite eşik değerleri finansal açıklık ve büyüme ilişkisinden elde edilmesi beklenen pozitif etkilerin, en belirginleştiği eşik değerlerdir. Finansal açıklık göstergesi olarak, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları kullanıldığında eşik değerlerin etkisi azalmaktadır. Bu durumda yabancı sermayenin kompozisyonunda doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının en risksiz ve büyüme üzerine en olumlu seçimler olduğunu göstermektedir. Şekil 8. Kose vd. (2011)'in finansal liberalizasyon ile büyüme arasındaki ilişkiyi, eşik değerler yaklaşımı üzerinden özetledikleri Őekli göstermektedir. Eşik değerlerin üzerinde finansal liberalizasyondan ülkenin gelir seviyesini ve toplam faktör

verimliliğini artırması beklenirken, kriz olasılığını da azaltması beklenmektedir. Eşik değerlerin altında finansal liberalizasyon tercih edilirse, gelir seviyesindeki etki belirsizken, kriz riski artmaktadır.



Finansal globalizasyon, belli eşik şartları sağlandığında daha iyi makroekonomik çıktılar meydana getirebilir. (TFV: Toplam faktör verimliliği)

### Şekil 8: Finansal Entegrasyon Sürecinde Eşikler

**Kaynak:** Kose vd. (2011), s.150

#### 3.4. Finansal Serbestleşmenin Belirleyicileri

Finansal serbestleşme akımları 1970’li yıllarda başlamış ve hızlanarak devam etmiştir. Birçok ülke süreç içinde sermaye kontrollerini azaltmıştır. Bu süreçte yabancı yatırımcılar, fonları için en yüksek getiriye ararken, yerel otoriteler büyüme oranlarını volatiliteden uzak tutarak artırmaya çalışmışlardır. Ancak bazı ülkeler diğerlerine göre her zaman daha fazla yabancı yatırımcı çekmiştir. Süreç içinde ülkelerin politik yapıları, iktisadi durumları ve kurumsal gelişmeleri devam etse de uluslararası sermayeden aldıkları karşılaştırmalı paylarda ciddi değişiklikler olmamıştır (Dell’Ariccia vd., 2008, s. 11).

Dell’Ariccia vd. (2008) sermaye akımlarının temel belirleyicilerini araştırdıkları çalışmalarında sermaye kontrolleri, kurumsal kalite, ticari açıklık ve finansal gelişmenin neden bazı ülkelere daha fazla sermaye akımının gittiğini açıklamakta anlamlı değişkenler olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak bu temel belirleyicilerin yanında sermaye fazlası olan ülkelerle, açığı olan ülkeler arasındaki akımları belirleyen; ülkelerin birbirine uzaklığı, sınır komşusu olma, dil benzerliği ve kolonyal bağlantılar gibi etmenlerin de etkili olduğunu belirlemişlerdir. Ancak modellerini finansal piyasaların şeffaflığı ve ülke



ekonomisinin büyüklüğü (ölçeğin büyümesi) verileri ile tekrar kontrol ettiklerinde, artan şeffaflık ve ölçeğin yatırımcıları ikna etmekte etkili olduğunu; mesafe ve köken uzaklığından kaynaklanan olumsuzlukları azalttığını tespit etmişlerdir.

Uluslararası finansal akımların yatırım kararlarının sebeplerini inceleyen Zaklan vd., (2006) çalışmalarında finansal akımların zirve yaptığı iki dönemi (1870-1913 ve 1970'ten günümüze) inceleyip neden bazı ülkelerin daha çok yabancı sermaye aldığını ve neden bazı ülkelerin yabancı yatırım çekemediğini ve hala gelişmekte olan ülke olarak kaldıklarını araştırmıştır. Çalışma 1913 öncesi finansal akımların temel belirleyicilerinin beşerî sermaye (eğitim durumları) ve kurumsal altyapı (yatırım yapılacak ülkedeki Avrupalı sayısı) farkları olarak belirlemiştir. 1970 sonrası incelemede ise net borçlu ülkelerin yani daha çok sermaye tutabilen ülkelerle diğerleri arasındaki farkı açıklamak için hala aynı kurumsal ve beşerî sermaye faktörlerinin kullanılabileceğini tespit etmişlerdir.

Alfaro vd. (2005) 47 ülke ve 1970-2000 yıllarını kapsayan veri ile yaptıkları çalışmada sermaye akımları ve volatilitiyi belirleyen nedenleri araştırmışlardır. Kurumsal kalite ve hukuk sisteminin tarihsel kökenleri (Britanya veya Fransız kökenli), sermaye akımlarını açıklamada önemli bir gösterge olarak tespit edilmiştir. Politik tercihler (enflasyon, sermaye kontrolleri, iflas riski, kurumlar vergisi) ise hem sermaye akımlarını hem volatilitiyi açıklamada önemli bir indikatör olarak tespit edilmiştir.

Wei (2006) çalışmalarında kurumsal kalite ile sermaye girişlerinin kompozisyonlarını incelemiştir. Kamu kurumlarının iyi işlemediği ülkelere doğrudan yabancı yatırımlar daha az giriş yaparken, bu ülkelere giriş yapan sermaye akımları içinde yurtdışı bankalardan alınan borçlar önemli bir yer kaplamaktadır. Finansal sektörün yeteri kadar gelişmediği ülkelerde ise doğrudan yabancı yatırımların, yabancı sermaye içindeki payı yüksek çıkmaktadır. Çalışma özetle kurumsal kalitenin düşük olduğu ülkelere yabancı sermaye akımlarının hala gittiğini ancak çok da arzu edilmeyen şekilde (kısa vadeli borçlar veya doğrudan banka borcu) gittiğini ifade etmektedir.

### 3.5. Sermaye Akımlarının Yapısı: Hangi Yabancı Sermaye?

Finansal serbestleşme veya uluslararası sermaye akımlarına izin verme politikaları teoride birçok fayda sağlamaktadır. Serbestleşmenin yurtiçi tasarrufları artıracığı, yatırım-tasarruf ilişkilerinde verimlilik ve rekabet üzerinden avantajlar sağlayacağı, tasarrufları çeşitlendirme imkanlarından dolayı tüketim dalgalanmalarını azaltacağı ve hükümetleri daha iyi kurumlar oluşturma ve politikalar uygulama konusunda teşvik edeceği, teorik olarak uzun yıllardır anlatılmış ve uluslararası finansal kurumlar tarafından gelişmekte olan ülkelere tavsiye edilmiştir. Finansal serbestleşmenin büyüme üzerine etkilerini açıklamak için birçok farklı mekanizma teoride açıklanmaya çalışılmıştır. Ancak finansal serbestleşme politikaların kabul görmesiyle birçok ülke finansal krizler yaşamış ve kriz yaşayan ülkeler uzun süre eski büyüme patikalarına dönememiş, işsizlik oranları artmış ve gelir dağılımında ciddi bozulmalar yaşanmıştır. Fakat son yıllarda artan küreselleşme ile tüm dünya ülkeleri birbirine entegre olmaya başlamıştır. Küresel tedarik zincirlerindeki gelişmeler, artan internet teknolojileri, küresel markaların ve ürünlerin artması, enerji ve hammadde ticareti gibi nedenlerle her ülke küresel ticari ve finansal sisteme entegre olmak zorunda kalmıştır. Uluslararası finansal akımların; henüz derinlikli bir finans piyasası oluşturamayan, bütçe açıkları ve enflasyon gibi temel makro iktisadi sorunlarını dahi yeterli miktarda çözememiş, kurumsal gelişimlerini tamamlayamamış ülkelere serbestçe giriş ve çıkış yapmaları var olan sorunları çözmek yerine çoğunlukla artırmıştır.

Finansal serbestleşme teorisi, liberalizasyondan yeterli faydanın sağlanamamasının önemli nedenlerinden bir tanesini uluslararası sermaye akımlarının yapısına bağlamaktadır. Bu görüşe göre uluslararası sermaye akımlarının bazıları volatilité ve riskleri artırırken, bazı türlerinin olumsuz etkileri oldukça azdır. Literatürde doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde uluslararası sermaye akımlarının büyüme üzerine etkileri olumlu olurken, borçlanma araçları ve uluslararası yardımların büyüme üzerine etkileri olumsuzlanmaktadır. (Zaklan vd., 2006).

Bekaert vd. (2004) çalışmalarında hisse senedi ve tahvil piyasalarının uluslararası yatırımcılara açılmasının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkileri olduğunu göstermişlerdir. Makroekonomik reformlar, finansal gelişme seviyesi, banka krizleri ve hukuki düzenlemeler ve hukukun üstünlüğü gibi etkenleri modele dahil edip kontrol

ettiklerinde dahi hisse senedi piyasalarının, yabancı yatırımcıya serbestleştirmenin büyüme üzerindeki olumlu etkileri devam etmektedir. Hisse senedi piyasalarının serbestleştirmenin büyüme üzerine olumlu etkileri ayrıca ülkelerin iktisadi gelişmişlik seviyesinden de etkilenmemektedir. Ancak çalışmaya göre; daha gelişmiş hukuk sistemine, daha iyi kurumlara, yatırım ortamının daha cazip olduğu ve yatırımcı koruma sistemleri gelişmiş olan ülkelerin serbestleşmeden kaynaklanan büyüme etkileri daha fazla olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin öncü göstergelerini araştıran Frankel ve Rose (1996); krizleri açıklamakta iktisadi büyümedeki yavaşlama, yurtiçi kredilerde artış ve uluslararası piyasalarda faiz oranlarının artması gibi nedenlerin yanında ülkeye yapılan yabancı sermaye yatırımları içinde düşük doğrudan yabancı yatırım oranını da anlamlı bir gösterge olarak bulmuşlardır.

Reisen ve Soto (2001) çalışmalarında yabancı sermaye akımlarını kategorize ederek her birinin büyüme üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Sermaye akımlarını doğrudan yabancı yatırımları, portföy yatırımları, tahvil-bono piyasası ve kısa-uzun vadeli banka borçları olarak ayırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda seçili ülke grubunda hisse senedi piyasalarına gelen yabancı sermaye ve doğrudan yabancı yatırımlarının büyüme üzerine anlamlı ve güçlü pozitif etkileri bulunmuştur. Yabancı bankalardan borçlanma, finansal serbestleşme sonrasında her ne kadar likidite sorunlarını gidermek için kullanılsa da büyüme üzerine etkisi ancak bankacılık sermaye yapıları iyi düzeyde olan ülkelerde olumlu olarak gözükmemektedir. Reisen ve Soto (2001) yabancı sermayenin kompozisyonlarına göre fayda ve risklerini bir tabloda özetlemişlerdir. Tablo 1 incelendiğinde yüksek çıkış riski olan hisse senedi, bono piyasası ve kısa vadeli banka borçlanmalarının, yurtiçi yatırımlarda ya etkisiz ya da sınırlı etkiye sahip olduğunu görmekteyiz.

**Tablo 1:** Türlerine Göre Yabancı Sermaye Akımlarından Beklenen Fayda ve Riskler

	Faydalar			Riskler	
	Yurtiçi Yatırımlarda Artış	Etkinliğ i artırma	Tüketimin Dengelenmesi	Bozulmayı Artırıcı Etkiler	Yüksek Çıkış Riski
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	X	X	X	(X)	
Hisse Senedi Yatırımları	(X)	X		(X)	X
Bono ve Tahvil		X	X	(X)	X
Uzun Vadeli Banka Borçlanması	X	(X)		X	
Kısa Vadeli Banka Borçlanması		(X)	(X)	X	X

**Kaynak:** Reisen ve Soto, (2001), s. 7. X güçlü etki, (X) zayıf etkiyi temsil eder.

Finansal serbestleşmenin özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin yatırımları ve dolayısıyla kalıcı bir büyüme artışını fonlayacağı görüşü tartışmalıdır. Kısa vadeli ve her an çıkabilme niteliği olan fonların doğası gereği uzun vadeli finansmana ihtiyacı olan yatırımları fonlaması beklenemez. Stiglitz (2000) makalesinde bu konuyu irdeleyerek doğrudan yabancı yatırımlar ile kısa vadeli sermaye hareketlerini yasaklamak arasında bir bağ olmadığını Çin örneği üzerinden anlatmıştır. Hakikaten de Çin doğrudan yabancı yatırımları, uzun süredir teşvik etmekte ve bu yatırımlar için olumlu bir ortam oluşturmaktadır. Bunu yaparken kısa vadeli sermaye hareketlerine de izin vermemiştir. Çin'in oluşturduğu yatırım ortamı ile çok uzun süredir yüksek yatırım ve büyüme oranlarını, finansal krizler yaşamadan başarabilmiştir.

### 3.6. Finansal Serbestleşmenin Maliyetleri ve Türkiye Örneği

Finansal serbestleşmenin; uluslararası sermaye imkanlarına ulaşmak ve iyi yönetildiğinde yatırım maliyetlerini düşürmek ve nihai olarak daha yüksek bir büyüme patikasına geçmek şeklinde sayılabilecek potansiyel faydaları bulunmaktadır. Ancak süreç birçok ülkede krizlerle bölünmüş; büyüme, dış denge, işsizlik ve gelir dağılımı bozukluklarına yol açmıştır. Sermaye hareketlerini serbest bırakmanın ve ülkeye zarar vermeden devam ettirebilmenin yegâne yolu makroekonomik istikrar ve fiyat esnekliklerinden geçmektedir. Makroekonomik istikrarı sağlayacak olan ise kamu açıklarından vazgeçmek

olarak özetlenebilir. Fiyat esnekliği ise temelde ücret katılığının olmamasını ifade eder, ülke dış şok durumlarında reel ücretlerinin düşmesini sağlayarak rekabetçi seviyesini devam ettirebilmelidir.

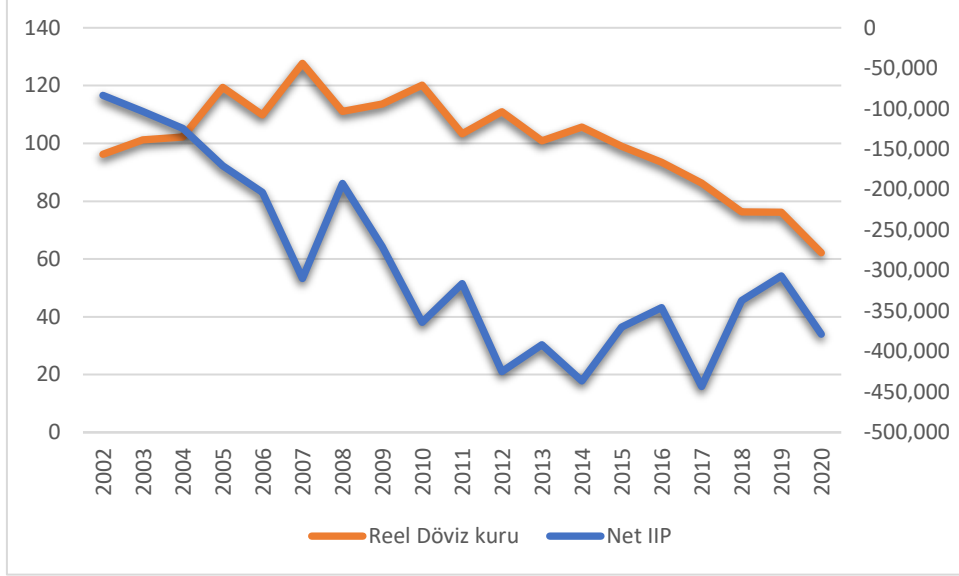
Fischer ve Reisen (1992)'in OECD için hazırladıkları raporda, finansal liberalizasyonun muhtemel zararlarını makroekonomik politika bağımsızlığının azalması ve yeterli finansal kalkınmayı sağlamamış ülkelerde oluşabilecek bankacılık ve kredi sorunlarından bahsetmişlerdir. Rapor hazırlandığı yıl itibari ile Güney Amerika ülkelerinde finansal serbestleşme sonrası yaşanan krizlerin temel sebeplerinden etkilenilerek bu kısıtlardan bahsedilmiştir. Yazarlara göre gelişmekte olan ülkelerdeki ilk sorun yetersiz vergi tabanıdır. Gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, gelişmekte olan ülkelerde toplam gelir içinde vergilerin payı gelişmiş ülkelerin yarısı kadardır. Bu durum kamunun finansmanı için başka yollar arama zorunluluğu getirmektedir. Kamu finansmanı için ilk akla gelen yöntem finansal baskı politikalarıdır. Düşük tutulan faiz oranları vesilesiyle kamu finansal sistemden fon kullanmaya çalışmaktadır. Bunun için en çok tercih edilen yöntem ise faiz verilmeyen zorunlu karşılık politikasıdır. Finansal baskıdan sağlanan kaynaklar yetersiz geldiğinde ise doğrudan merkez bankası kaynaklarına başvurularak para yaratımı söz konusu olmaktadır. Bu politikalar ister istemez çok yüksek enflasyon oranları ile neticelenmektedir. Yüksek enflasyon ve finansal baskı politikaları birleştiğinde ise tasarruflar finansal sistem dışına çıkmaktadır. Finansal serbestleşme bu çıkmaz durum sonlandırılmadan yapılırsa iç tasarrufların dışarıya kaçma durumu oluşabilir. Yazarların anlattığı bu mekanizma McKinnon-Shaw finansal baskı hipotezinden birebir alınmış olarak gözükmektedir. 1980'li yıllarda Güney Amerika ülkelerinin finansal serbestleşme sonrası krize girmesinin temel sebeplerinden biri de borçlanma dışı finanse edilemeyen kamu açıkları oluşturmaktaydı. Bu bakımdan dünya sistemine entegre olmak isteyen gelişmekte olan ülkeler, enflasyon yaratan kamu borçlanmalarından uzak durmalıdırlar.

Fischer ve Reisen (1992)'in raporuna göre makroekonomik politika bağımsızlığının kaybedilmesinin ikinci sebebi ise finansal serbestleşme sonrası döviz kurunu istenen seviyede kontrol etmenin zorluğundan kaynaklanmaktadır. Hızlı ve yüklü miktarda yabancı sermayenin yerel ülkeye girmesi; bu paranın merkez bankaları tarafından sterilizasyonunu oldukça zorlaştırmaktadır. Sermaye girişleri finansal sistem ve merkez bankaları tarafından sterilize edilemediğinde ise döviz kurlarında değerlenme kaçınılmaz bir sonuç olmaktadır. Döviz kurlarındaki değerlenme ise ihracatçı ve ithal ikameci

sektörlere zarar vererek dış dengeyi bozmaya başlayacaktır. Aslında döviz kurlarında denge bozucu değerlenme yaşandığında gelecek için kriz beklentileri de satın alınmaya başlanacaktır. Hızlı ve yüksek miktarda yabancı sermaye girişinin tek olumsuz etkisi reel döviz kurlarında artışla sınırlı değildir. Eğer yabancı sermaye yerel kredi arzını artırır ve ticaret dışı sektörlerle, rekabetçi ve üretken olmayan yatırımlara finansman sağlarsa uzun dönemli büyüme üzerinde olumsuz etkileri olacaktır. Ticaret dışı finansmanın en dikkat çekici alanlarını genelde konut ve arsa şeklindeki varlık yatırımları oluşturmaktadır. Yabancı sermayenin yerel bankalara uzun vadeli krediler yaratma imkânı bu alanlarda kullanıldığında verimsizlik gerçekleşecektir. Çünkü konut veya daha geniş anlamda varlık piyasası döviz kazandırıcı etkileri düşük veya olmayan sektörlerdir. Bu durumda uzun vadede dış dengenin bozulması kaçınılmazdır.

Türkiye 2002 yılından itibaren sağladığı siyasi ve kurumsal gelişmelerle ciddi oranda dış sermaye çekmeyi başarmıştır. Ancak döviz kuru sterilizasyonunda yeteri kadar başarılı olamamıştır. Bu durum reel döviz kurlarının 2002 yılından sonra uzun bir süre artmasına ve ancak 2015 yılında 2002 seviyesine gelinmesine sebep olmuştur. Reel döviz kurlarının sürekli arttığı 2002-2015 yılları arasında Türkiye ciddi ticari ve cari açık vermiştir ancak kurun artmamasını sağlayan bir yabancı sermaye desteğiyle süreç devam etmiştir. Söz konusu süreçte ihracat ve ithal ikame sektörleri rekabeti sağlamak için yabancı ara mal ve hammadde girdisine bağımlı hale gelmiştir. 2015 yılı itibari ile Şekil 9’da görüleceği gibi net uluslararası yatırım pozisyonundaki genişleme durmuştur. Yabancı finansman artışının durması ile reel döviz kurlarında ciddi değer kayıpları meydana gelmiştir. Sürecin tamamı düşünüldüğünde merkez bankasının kurun değerlenmesini engelleyebilecek sterilizasyon politikalarında başarılı olamadığı gözükmektedir. 2015-2022 arasında reel döviz kuru değer kaybetmeye devam etse de süreç ticari ve cari açığı henüz kapatamamıştır. Burada iç üretim ve tüketim yapısının uzun yıllar süren ucuz döviz kuru sebebiyle dışa bağımlı hale gelmesinin önemli etkileri vardır. Ayrıca fiyat mekanizması da Türkiye’de yeteri kadar çalışmamaktadır. Çünkü ücretler enflasyona endekslidir ve sendikal örgütlenme sistemleri mevcuttur. Ayrıca Türk bankacılık sistemi yabancı sermaye ve swap ilişkileri nedeniyle kazandığı uzun vadeli kredi yaratma imkanının önemli bir kısmını konut sektöründe kullanmıştır. İlk bakışta en düşük riskli alana yaratılan kredi, bankacılık açısından olumlu gözükse de uzun vadeli ticaret açığını kapatıcı etkisinin azlığı nedeniyle dış dengeye olumsuz etkileri olacağı açıktır. Nitekim

son yıllarda konut sektörünün yabancı yatırımcıya birçok teşvikle beraber pazarlanmaya çalışılmasının sebebi oluşturduğu dış açık etkisini bir nebze azaltmaya çalışmak olarak değerlendirilebilir.



**Şekil 9:** Türkiye Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu ve Reel Döviz Kuru

**Kaynak:** TCMB EVDS veri sisteminden faydalanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Fischer ve Reisen (1992)'in finansal serbestleşmenin muhtemel olumsuz etkileri konusunda değindikleri diğer mesele iç finansal sistemin yeteri kadar gelişmemiş olmasının yaratacağı dengesizliklerdir. Yurtiçi finansal yapı yeteri kadar gelişmemiş ise yabancı bankalar ve fonların girmesi ile elde edecekleri yabancı para cinsinden krediler, sistemdeki kötü yönetim risklerine bir de döviz kuru riski ekleyecektir. Finansal yapının uluslararası standartları benimsemesi ise başka bir soruna neden olacaktır. Gelişmekte olan ülkelerde özellikle küçük işletmeler ve kırsaldaki işletmeler için bu yeni standartlarla krediye ulaşımı zorlaşacaktır. Küçük ölçekli ve kırsaldaki firmaların kredi skorlarını hesaplamak veya verilen kredilerin takibini yapacak kadar gelişmemiş bir finansal yapı, bu sektörlerde finansman akışını durdurabilir. Bu sebeplerle finansal serbestleşme bazı ülkelerde finansmana erişimin kısıtlanması ve kaynakların yanlış dağılmasına sebep olabilir. Bu görüşler ise McKinnon-Shaw hipotezini eleştiren yapısalcı görüşten alınmıştır. Yapısalcı görüş, finansal liberalizasyon teorisinin gelişmekte olan ülkelerde var olan kaldırım piyasalarının yani resmi olmayan bir borç alma verme mekanizmasının varlığının göz ardı ettiğini iddia etmektedir. Finansal baskının kalkması ile iç tasarruf ve yabancı sermaye imkanlarının tamamının resmi finansal kuruluşlar üzerinden

değerlendirilmesi, daha öncesinde finansal sistem dışındaki kaldırım piyasasını kullanmak zorunda kalan kesimi dışlayabilir(Van Wijnbergen, 1983).

Agénor (2003) ise finansal liberalizasyonun olası olumsuz maliyetlerini, şu şekilde sıralamıştır:

- Uluslararası sermayenin konsantrasyonu ve ulaşım zorluğu: uluslararası sermaye her ülkeye eşit olarak dağılmamaktadır. Özellikle düşük gelir seviyesindeki ülkelere çok az yatırım gitmektedir. Yabancı yatırımın yoğunlaştığı ülkelerin önemli kısmı ciddi yeraltı kaynaklarına sahip ülkeler ve sınırlı sayıdaki orta gelir ülkeleridir. Ayrıca yabancı sermayeye ulaşım uluslararası konjonktürden aşırı derecede etkilenmektedir. Konjonktür tersine döndüğünde sermaye imkanları azalmaktadır.
- Yabancı sermayenin tahsisinde etkinsizlik: Yabancı sermaye kullanımı ile uzun vadeli büyümeye kaynak oluşturma hedeflenmektedir. Ancak bu sermaye spekülatif yatırım araçlarında, ticarete konu olmayan sektörlerde ve özellikle gayrimenkul gibi alanlarda kullanılırsa ülkenin ihracat gücüne katkı sağlamayacak ve uzun dönemde ciddi dış açık sorunlarına neden olacaktır. Sermayenin yanlış kaynaklara aktarılmasında ülke içindeki finansal yapının yeteri kadar gelişmemiş olmasının da etkisi vardır. Yeterli araştırma ve gözlem yeteneğine sahip olmayan finansal kuruluşlar, kredi verme ilişkilerinde ahlaki seçim problemleri ile karşılaşabilirler.
- Makroekonomik istikrarın kaybı: yüksek miktarda yabancı sermaye girişinin kontrol edilemeyen makroekonomik dengesizliklere yol açabilir. Yüksek miktarda sermaye girişi sonrası sterilizasyon amacıyla para arzının artırılması, yabancı kaynak girişi neticesinde iç tüketimdeki artışın yarattığı enflasyon baskısı, reel döviz kurunun değerlenmesi ve cari açığın artması gibi durumlara yol açabilir. Esnek döviz kuru sistemi bu dengesizliklerin piyasa mekanizması içinde giderilmesine imkân tanıyabilir ancak sabit kur sistemlerinde dış açığa yol açan mekanizma sistemin devamına dair güveni sarsarak ani duruşlara neden olabilir.
- Kısa vadeli borçların iktisadi döngülerden etkilenmesi: Uluslararası finansal akımlar ekonomik döngüselliğinden etkilenmektedir. İş çevrimleri nedeniyle bazı zamanlar yatırımlar artarken bazı zamanlar düşmektedir. Dünyada yaşanan bu



durumlar neticesinde en azından kısa vadeli sermayeye bağımlı hale gelen gelişmekte olan ekonomiler döngüselliğin daralma evresinde hızlı çıkışlar nedeniyle sorunlar yaşayabilir. Bu sorunlar kendi iç dinamiklerinden kaynaklı değildir. Uluslararası iş çevrimlerinin ruh hali gelişmekte olan ülkelerde iç dinamiklerinde bir sorun olmasa bile, kısa vadeli sermayenin hızlı çıkışı ile benzer döngünün bir parçası haline gelmelerine sebep olabilir.

- Sermaye hareketlerinin volatilitesi, bulaşma etkisi ve sürü psikolojisi: Hızlı çıkış kabiliyeti olan kısa vadeli sermaye hareketleri bulaşma ve sürü psikolojisi etkileri ile birbirlerini etkileyebilir ve bu durumla karşılaşılacak ülkelerde likidite krizlerine, banka kaçışlarına varacak kadar etkili krizlere neden olabilir. Kriz yaşayan ve kurlarında aşırı değersizleşme olan ülkeler ticari ve iktisadi ilişkileri olan ülkeleri de bulaşma riski ile sıkıntıya düşürebilir. Kriz yaşayan ülkelerde dış talep düşer ve kur artışı neticesinde dış ticaret hadleri ülke lehine değişme eğilimine girer. Kriz yaşayan ülke ile ciddi ekonomik ilişkileri olan ülkeler için bu durum ihracat azalışı ve ithal malların fiyatının ucuzlaması anlamına gelmektedir. Bulaşma etkisi ile bu krizler diğer ülkelere de sıçrayabilir.
- Yabancı sermayeli bankaların varlığı: bu bankalar beklendiği gibi etkili çalışmayabilir. Öncelikle kredi tayinlaması uygulamaları yapmaları oldukça muhtemeldir. Küçük firmalar ve işletmeler yerine sadece büyük ve kredibilitesi yüksek projeleri fonlayabilirler. Bu durum beklenen getirilerini sınırlandırabilir. Ayrıca yabancı bankalar düşük işlem ve sermaye maliyetleri sebebi ile yerel bankacılık sektörünün kaldıramayacağı bir rekabet ortamına sebep olabilirler. Yerel bankalar rekabette ayakta kalmak amacıyla, kredi mekanizmalarında ahlaki seçim problemleri pahasına yanlış seçimlerde bulunarak, rekabete devam edebilir ve bankacılık sistemini riske sokabilirler. Ayrıca yabancı bankalar ekonominin ciddi daralma gösterdiği durumlarda kendilerinden beklenen görevi yapmak yerine çıkış yapmayı tercih edebilirler.

Agénor (2003)'ün esnek döviz kurlarının karşılaştırmalı fiyat dengesizliklerini düzelteceğine dair görüşü her durumda hızlı olarak gerçekleşmeyebilir. Şekil 9'da Türkiye için verdiğimiz örnekte reel döviz kurları yaklaşık 12 sene değerlenmeye devam edebilmiştir. Düzeltme ise 2015-2022 arasında hala sürmekte ancak ülke cari açığını azaltma yolunda sınırlı bir aşama kaydedebilmiştir. Bu bakımdan Türkiye örneği uzun

süren yabancı sermaye girişinin dış açığı kapatacak mekanizmaları yeterince oluşturamadığı bir örnek teşkil etmektedir. Yabancı sermayenin yerelde tahsisinde rol oynayan bankaların ve ekopolitik yönlendirmelerin etkisi göz ardı edilemez. 2002-2015 arası yüksek miktarda yabancı sermayenin oluşturduğu dış açık sorunu, terse dönen akımların neticesinde 2015-2022 yılları arasında reel döviz kurlarının hızlıca değer kaybetmesine yol açmıştır. Ancak üretim ve tüketim yapısının tekrar tasarımı anlaşılan daha uzun süreler alacaktır.2015-2022 yılları arasında ayrıca döviz bazında kişi başına gelirden sürekli azalma yaşanmaktadır. Bu durum kontrol ve tahsis üzerine iyi yapılmamış planlarla, yüksek miktarda yabancı sermaye çekmenin neticesidir ve gelir dağılımında ciddi çarpıklara yol açtığı gözlemlenmektedir.

## 4. BÖLÜM: FİNANSAL AÇIKLIĞIN İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Bu bölümde öncelikle finansal açıklık ve ekonomik büyüme ilişkisini daha önce ele alan çalışmalardan seçilmiş makaleler üzerine literatür özeti sunulacaktır. Sonrasında literatürde sıkça kullanılan finansal açıklık hesaplama yöntemleri aktarılacaktır. Çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem üzerine teorik açıklamalar yapıldıktan sonra ülke gruplarına anlatılan testler uygulanacak ve sonuçlar yorumlanacaktır.

### 4.1. Ampirik Literatür

Finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen literatür, genelde yatay kesit ve panel veri teknikleri kullanılarak büyüme üzerine etki var mı yok mu sorusuna eğilmiştir. Bu çalışmaların çoğunluğu sık kullanılan büyüme modeli değişkenleri ile modele farklı finansal açıklık değişkenleri ekleme yolunu izlemiştir. Bağımlı değişken olarak kişi başına gelir, kişi başına gelirdeki artış veya GSYİH değişkenleri literatürde sıkça kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri ise başlangıç gelir düzeyi, ticari açıklık, makroekonomik stabilite göstergesi (enflasyon, karaborsa döviz kurları) gibi değişkenler tercih edilmiştir. Finansal serbestleşme ile finansal gelişme (M2/GSYİH veya özel sektöre verilen krediler) arasındaki ilişkilerde sıkça araştırılmıştır. Bazı çalışmalar ise finansal akımların alt kategorilerini incelemiş; doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi piyasasının serbestleştirilmesi veya kısa vadeli borçlanmanın etkileri üzerinde durmuştur. Bir kısım çalışmalar ise finansal serbestleşmenin etkilerini eşik değerler üzerinden incelemişlerdir. Bu çalışmalar yeterli finansal gelişme, kurumsal gelişme veya beşerî sermaye koşullarının sağlandığı ülkelerde pozitif etkiler beklerken eşik değerlerin altında kalan ülkelerde negatif sonuçlarla karşılaşılmasını doğal görmektedir.

Sermaye kontrollerinin sebeplerini inceledikleri çalışmalarında Alesina vd. (1993) ayrıca sermaye kontrollerinin büyüme üzerindeki etkisini de incelemişlerdir. Çalışma 20 OECD üyesi ülkenin 1950-1989 yılları arasındaki verileri ile yapılmıştır. Finansal açıklık göstergesi IMF Sermaye Transferi Ödemelerindeki Kısıtlamalar tablosundan, açık veya kapalı olduğu durumu gösterecek şekilde 1-0 kukla değişken yardımıyla eklenmiştir. Çalışma reel GSYİH artışı ve reel kişi başına GSYİH değişkenlerini açıklamakta,

sermaye kontrollerinin anlamsız olduğu sonucuna varmıştır. Kurulan 3 modelden birinde ise sermaye kontrolleri ve büyüme arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Özetle bu çalışma, finansal serbestleşme teorisinin beklediği büyüme etkilerinin anlamsız veya ters yönde ilişkilere işaret ettiğini göstermektedir. Grilli vd. (1995) aynı çalışmayı gelişmekte olan ülkeler içinde genişlettikleri makalelerinde; sermaye kontrollerinin, kişi başına gelir üzerindeki etkilerini tekrar anlamsız bulmuşlardır. Çalışmaları 1966-1989 yılları arasında 61 ülkeyi kapsarken, yatay kesit verilerle OLS yöntemleri kullanılmıştır.

Rodrik (1998), 1975-1989 yılları arası verileri kullanarak 100'ün üzerinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin verilerini inceleyerek finansal serbestleşme ve büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Ekonomik performans göstergesi olarak kişi başına gelirdeki artışı, yatırımların milli gelire oranını ve enflasyon oranını kullanan çalışma; kontrol değişkenleri olarak başlangıç gelir seviyesi, başlangıç okullaşma oranı, kamu kurumlarının kalitesini gösterir bir indeks ve bölgesel kukla değişkenleri kullanmıştır. Finansal açıklık göstergesi olarak IMF AREAER tablosuna dayanan de jure açıklık kullanılmıştır. Ülkenin IMF tablosuna göre açık kaldığı yılları, toplam gözlem yılına oranlayarak finansal açıklık göstergesi olarak kullanılmıştır. Çalışma sermaye hareketlerini kısıtlamayan ülkelerin diğerlerine göre daha yüksek büyüme, daha yüksek yatırım oranı ve daha düşük enflasyona sahip olduklarını kanıtlar bir sonuç bulamamıştır. Yazar analizlerde sapmaya neden olabilecek iki konu üzerinde durmuştur. Birincisi sermaye hareketlerini serbest bırakmak isteyen ülkeler, ekonomileri zaten düzgün şekilde işlediğinde bunu gerçekleştirmektedir. Bu durum sermaye hareketleri ve büyüme arasında pozitif ilişki bulunamamasının sebebi olabilir. Bu durum aynı zamanda sermaye hareketleri serbestisi ile ekonomik büyüme arasında çıkması muhtemel negatif ilişkiye de saklayabilir. Yazar sapmaya neden olan ikinci neden olarak IMF'in hazırladığı finansal serbestleşme göstergelerinin karşılaştırmalı analizlerde kullanıma çok uygun olmamasını gösterir.

D. Quinn (1997) finansal açıklığı hesaplamak için IMF AREAER tablosundaki her veriye 0 ile 2 arasında ve 0.5 birim aralıklarla artan bir kodlama tekniği kullanmışlardır. Böylece 0 ile 14 arasında bir finansal açıklık göstergesi hesaplanmıştır. Veri 21 gelişmiş ve 36 gelişmekte olan ülke için oluşturulmuştur. Her ne kadar de jure hukuksal veri tabanı da kullanılmış olsa da her ülkenin durumu daha hassas ve yıllara göre değişir şekilde aktarılmıştır. 1958 ve 1989 yılları arasını kapsayan çalışmada yatay kesit yöntemleri

kullanılmış ve finansal açıklık ekonomik büyüme arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler bulunmuştur.

Kraay (1998) ise finansal açıklığın büyüme, yatırım ve enflasyon üzerine etkisini incelediği çalışmada üç farklı finansal açıklık değişkeni kullanmıştır. Bunlardan ilki IMF AREAER tablosundan açık veya kapalı (1-0) şeklindeki veridir. İkinci açıklık göstergesi D. Quinn (1997)'nin AREAER tablosundaki her maddeye 0 ile 2 arasında 0.5 aralıkla verdiği puanlamaya dayanan göstergedir. Yazar bu iki finansal açıklık değişkenini mevcuttaki yasal durumu verdikleri, yoğunluk hakkında bilgi içermedikleri ve bu tablonun sadece ülke vatandaşları üzerindeki kısıtları göstermesi nedeniyle finansal açıklığı temsil etmede yetersiz olduklarını belirtmiştir. Bu iki veri yerine ticari açıklık göstergesindeki yöntemi dikkate alarak, sermaye giriş ve çıkış toplamının milli gelire oranını kullanmayı tavsiye etmiştir. Sermaye hareketleri olarak doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların toplam giriş ve çıkış miktarlarının milli gelire oranını kullanmıştır. OLS ve araç değişkenler metodlarını 100 üzeri ülke ve 1985-1997 yılları arasındaki veriler için kullanan çalışma IMF verileri ve hacim verileri kullanıldığında finansal açıklık ile büyüme arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler bulmuştur.

Soto (2000) 44 gelişmekte olan ülke üzerine 1986-1997 yılları arasında yaptıkları çalışmada; doğrudan yabancı yatırımlar, sermaye piyasalarına yapılan portföy yatırımları, bono yatırımları ve bankalar üzerinden gelen akımları ayrı ayrı incelemişler ve sermaye akımlarının türüne göre büyüme üzerindeki etkilerinin ayrışıp ayrışmadığını saptamaya çalışmışlardır. Çalışma finansal açıklık göstergesi olarak değerlendirildiğinde farklı yabancı sermaye akımlarının net büyüklüklerinin milli gelire oranını kullanmıştır. Büyüme üzerine en yüksek etki hisse senetlerine yapılan yatırımlardan gelmektedir. Bunun sebebi hisse senedi yatırımcısının üretkenlik kapasitesi en fazla olan sektörleri seçmeye çalışması ve bu sayede en üretken projelerin sermaye maliyetini düşürmesinden kaynaklanmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların da ekonomik büyüme üzerine etkisi pozitif bulunmuştur. Bonolar üzerinden gelen yabancı sermayenin büyüme üzerine etkisi anlamsızdır. Son olarak yabancı bankalardan hem kısa hem uzun vadede borçlanmanın büyüme üzerine etkisi negatif olarak bulunmuştur. Ancak yazar yabancı bankalardan alınan borçları banka sermaye yapısı verisi ile düzelttiğinde; banka sermaye yapısı güçlendikçe yabancı bankalardan alınan kredilerin ekonomik büyümeye etkisi pozitif hale gelmektedir. Çalışmada açıklayıcı değişkenler olarak yatırım oranı, ticari açıklık,

kamu harcamaları ve dış ticaret hadleri kullanılmıştır. Çalışma ekonometrik yöntem olarak GMM kullanmıştır.

Bailliu (2000) ise endojen büyüme modellerinden yola çıkarak net yabancı sermaye girişinin, yurtdışında yatırıma gidecek tasarruf miktarına eklenerek büyümeyi artıran bir etken olarak düşünülebileceğini belirtmiştir. Ancak yazar; yurtdışı toplam tasarrufların artması ile yatırımlar arasında bankacılık sisteminin olduğunu ve iyi işleyen ve gelişmiş bir finansal altyapı sayesinde büyüme etkilerinin ortaya çıkacağını belirtmiştir. Nitekim bu teorik varsayımları test etmek amacı ile çalışmada; 40 adet gelişmekte olan ülkenin 1975-1995 yılları arasındaki verileriyle, net finansal akımların dahil edildiği endojen büyüme modellerini test etmişlerdir. Dinamik panel teknikleri kullanan çalışma finansal açıklığı net yabancı sermaye akımlarının milli gelire oranı olarak kullanmıştır. Çalışma sonuçlarına göre net yabancı sermaye akımlarının, kişi başına gelir seviyesine etkisi negatiftir. Ancak bankacılık sektörünün gelişmişlik seviyesi ile net yabancı akımlar çarpılarak yani etkileşimli olarak modele dahil edildiğinde etki pozitif gözükmektedir. Seçili ülke grubunda net yabancı sermayeden büyüme faydaları elde edebilmek için gelişmiş bir bankacılık sektörünün gerekli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Edwards (2001) finansal açıklık ile TFV ve GSYİH arasındaki ilişkiyi araştırdıkları makalelerinde 1975-1997 yılları arasında 60 üzeri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi incelemişlerdir. Çalışma de jure finansal açıklık göstergesi olarak Rodrik (1998) ve D. Quinn (1997)'nin kullandığı göstergeleri kullanmıştır. Her iki gösterge de IMF AREAER tablosundan elde edilen bilgilerle oluşturulmuştur. Rodrik'e ait gösterge sermaye hareketlerine açık kalınan yıl sayısı ve gözlem yılı oranlamasına, Quinn'e ait olan gösterge ise yine IMF AREAER tablosundan oluşturulan 0-4 aralığında bir indekse dayanmaktadır. Yazar Rodrik'in kullandığı göstergenin panel veri çalışmasına uygun olmadığını belirterek anlamsız sonuçlar çıktığını belirtmiştir. Yatay kesit ve yıl ortalamalarına dayanan çalışmalarda 0-1 şeklinde kodlamalar ülkeler arasındaki farkları anlamakta yetersiz kalmaktadır. Sonuçlar D. Quinn (1997) sonuçlarını teyit ederek finansal serbestleşmenin büyüme ve TFV üzerinde pozitif ve anlamlı ilişkiler bulmuştur. Ancak ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyi, yabancı sermayeden faydalanmalarını etkilemektedir. Finansal olarak gelişmiş ülkelerde büyüme üzerine etkiler daha nettir.

Arteta vd. (2001) ise Edwards (2001)'in makalesini tekrar ele alarak finansal açıklığın büyüme üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Edwards'a benzer şekilde D. Quinn (1997)'nin finansal açıklık hesaplama yöntemlerini kullanmışlardır. 61 ülkenin 1973-1992 arasındaki verilerini kullanan çalışma havuzlanmış OLS tekniklerini kullanmıştır. Çalışma genel olarak finansal açıklık ile büyüme arasında pozitif ilişkiler bulmuştur. Bu ilişkileri açıklamaya yönelik olarak başlangıçtaki gelir seviyesinin ve finansal derinliğin (M3/GDP) etkisi önemsiz bulunmuştur ancak International Country Risk Guide'dan elde edilen hukuk ve düzen verisinin finansal açıklıkla etkileşimli hali dikkate alındığında büyüme etkileri anlamlı ve pozitif çıkmaktadır. Ticari açıklığın finansal açıklıkla etkileşimli halinin büyüme etkileri anlamsız çıkarken, makroekonomik dengesizliklerin göstergesi olarak kara borsa döviz kuru farklarının finansal açıklıkla etkileşimi büyüme üzerine olumlu etkiler göstermektedir.

Schmukler ve Kaminsky (2003) finansal liberalizasyonun büyüme, finansal ve kurumsal gelişme, piyasa oynaklığına etkilerini inceledikleri çalışmalarında finansal açıklığı hesaplamak için yeni bir yöntem geliştirmişlerdir. 28 ülke ve 1973-1999 yılları arasında kapsayan veri seti ile finansal serbestleşme 3 ana başlık altında incelenmiş ve açık-kısmi açık-kapalı şeklinde puanlama ile hesaplanmıştır. Bu başlıklar sermaye hesabı liberalizasyonu, yerel finansal sistemin liberalizasyonu ve hisse senedi piyasasının liberalizasyonudur. Finansal serbestleşme sonrasındaki dört yılı kısa dönem, beşinci yıldan itibaren ise uzun dönem olarak ayıran çalışmaya göre serbestleşme sonrasında kısa dönemde finansal piyasalarda aşırı genişleme ve sonrasında kriz yaşanmaktadır. Ancak uzun vadede serbestleşme devam ederse piyasalar dengeye gelmektedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde daha sert biçimde gerçekleşmektedir. Finansal serbestleşmenin sıralamasında yapılan tercihlerin etkilerini de inceleyen çalışma farklı serbestleşme tercihlerinin etkilerinin önemsiz olduğunu bulmuştur. Sermaye hesabını ilk olarak serbestleştiren ülkelerde krizlerin etkisi biraz daha fazla gözükmektedir. Hukuk ve düzen indeksine göre bakılan etkilerde daha iyi yapıda olan ülkelerde krizlerin etkileri sınırlı kalmaktadır sonucuna ulaşılmıştır.

Fratzcher ve Bussière (2004) çalışmalarında finansal serbestleşme ve büyüme ilişkisini 45 ülke için 1980-2002 dönemi için incelemişlerdir. Finansal açıklık göstergesi olarak de jure göstergelerden Kaminsky ve Schmukler (2003)'ün üçlü sıralaması (açık-kısmi açık-kapalı) kullanılmıştır ve veriler IMF AREAER tablosundan türetilmiştir. De facto

göstergeler için ise doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi yatırımları ve borç verilerinin net ve toplam girişleri ayrı ayrı değerlendirilerek 6 adet açıklık göstergesi kullanılmıştır. Çalışma ülkelerin liberalizasyon tarihlerini dikkate alarak büyüme üzerindeki etkinin doğru liberalizasyon sıralamasından mı kaynaklandığını da kontrol etmektedir. Yazar finansal serbestleşmenin büyüme üzerindeki etkilerini sıralama sorunu, doğrudan yabancı yatırımların payının önemi ve kurumsal kalite üzerinden açıklamaya çalışmıştır. Panel GMM teknikleri kullanılan çalışmada ilk bulgu neoklasik büyüme modellerini doğrulayacak şekilde liberalizasyondan hemen sonra bir büyümenin gerçekleşmesi ancak zamanla eski seviyeye dönülmesidir. Doğrudan yabancı yatırımlar haricindeki sermaye hareketleri liberalizasyonu takiben hızlıca artarken, doğrudan yatırımlar zamana yayılarak artmaktadır. Diğer önemli bulgu kurumsallaşmayı gösteren indeksin liberalizasyon sonrası hızlıca iyileşmesidir. Çalışma finansal açıklık göstergeleri ile büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Liberalizasyon sonrasındaki 5 yıl için ayrıca bakıldığında büyüme üzerine etkiler gözükürken uzun vadede anlamsız gözükmektedir. Ancak finansal krizler kontrol edilerek yapılan analizde kriz yaşamayan ülkelerde büyüme üzerine anlamlı etkiler bulunmaktadır.

Bekaert vd. (2005) finansal serbestleşme özellikle hisse senedi piyasalarının serbestleşmesinin büyüme üzerine etkilerini incelemişlerdir. Finansal serbestleşme göstergesi olarak beş farklı de jure gösterge kullanılmıştır. Bu göstergelerin dördü 0-1 şeklinde ikili ayrıma tabi tutulmuşlardır. 0 seçilen kategoride finansal olarak kapalı 1 finansal olarak serbest durumu ifade etmektedir. Beşinci gösterge Quinn (1997)'nin 0-4 aralığında ve 0.5 artışlarla ilerleyen finansal açıklık göstergesidir. 95 ülkenin 1980 ve 1997 yılları arasındaki verileri ile yapılan çalışma panel OLS ve GMM tekniklerini kullanmıştır. Çalışma hisse senedi piyasalarının liberalizasyonu ve büyüme arasında her göstergede anlamlı ve pozitif ilişki bulmuştur. Literatürdeki sermaye hesabı serbestleştirilmesi ve hisse senedi piyasaları serbestleştirilmesi arasındaki ayrımda çalışmada incelenmiştir. Sermaye hesabı serbestleştirilmesinin büyüme üzerindeki etkileri literatürde genel olarak olumsuz veya anlamsız bulunmuşken, bu çalışmada Quinn indeksi hariç pozitif ilişki bulunmuştur. Çalışma ülkeleri farklı gelir kategorilerine, bölgesel dinamiklerine, finansal gelişmişliğe, yasal ve kurumsal özelliklerine göre değerlendirdiğinde de hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesinin büyüme üzerindeki etkilerinin anlamlı ve pozitif kaldığını raporlamıştır.



Mody ve Murshid (2005) ise çalışmalarında uzun dönemli sermaye girişlerinin toplam yatırımlar üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma 1979-1999 yılları arasında 60 ülkenin verisiyle yapılmıştır. Sermaye girişleri verisi olarak birlikte ve ayrıca inceledikleri veriler doğrudan yabancı yatırımlar, ticari banka kredileri ve portföy akımları verileridir. Finansal açıklık verisi ise IMF AREAER tablosundan 0-4 arasında değişen şekilde farklı sermaye hareketleri izinleri dikkate alınarak türetilmiştir. Ayrıca elde edilen bu de jure finansal açıklık göstergesi, toplam sermaye akımları verisiyle çarpılarak araç değişken yaklaşımıyla incelenmiştir. Böylece aslında de facto finansal açıklık verisi ile de jure verilerin etkileşimli olarak yatırımlar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerine etkisinin, finansal açıklığın yüksek olduğu ülkelerde azaldığını göstermektedir. Ancak politika değişkeni olarak kullanılan Dünya Bankası Politika ve Kurumsal Değerlendirme verisi ile sermaye akımlarının çarpımı araç değişken olarak kullanıldığında; politika reytinginin yüksek olduğu ülkelerde özellikle doğrudan ve portföy yatırımlarının artışının, yatırımlar üzerine etkisi kayda değer derecede yüksektir. Çalışma özetle yabancı sermayeden en yüksek faydanın elde edilebilmesi için politik ve kurumsal gelişimin önemli olduğunu vurgulamıştır.

Ranciere vd. (2006) çalışmalarında finansal serbestleşmenin büyüme ve krizler üzerine etkilerini incelemişlerdir. Çalışma finansal serbestleşmenin krizlere yatkınlığı artırdığını, bu sebeple büyüme etkilerinin oluşmadığını iddiasını geçersiz bulmuştur. Yazarlara göre finansal serbestleşmeden kaynaklı uzun vadeli büyüme etkileri, krizleri göz ardı edecek seviyededir. Çalışma 1980-2002 yılları arasında 60 ülkenin verisini kapsamaktadır. Finansal serbestleşme göstergesi olarak de jure ve de facto göstergeler kullanılmıştır. De jure gösterge Bekaert vd. (2004)'ün hazırladığı ülkelerin resmi liberalizasyon tarihlerine dayanmaktadır. Liberalizasyon tarihi baz alınarak oluşturulan kukla değişken yardımıyla modele dahil edilir. De facto gösterge ise IMF finansal istatistikler tablosundan elde edilen toplam sermaye akımlarının milli gelire oranı üzerinden hesaplanmıştır. De facto göstergede liberalizasyon tarihlerini akım/milli gelir oranında trendde yaşanan kırılmalara göre belirlemişlerdir. Böylece de jure ve de facto iki farklı liberalizasyon tarihi belirlenmiştir. Panel tedavi etkileri modeli kullanan çalışma her iki finansal açıklık göstergesinin, kişi başına gelirin büyümesi ile finansal açıklık göstergeleri arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler bulmuştur.

D. P. Quinn ve Toyoda (2008) yaptıkları çalışmada farklı finansal açıklık göstergelerinin büyüme üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışmada, bağımlı değişken olarak satın alma gücüne göre düzeltilmiş kişi başına gelirdeki artış ve kişi başına reel gelir artış kullanılmıştır. 1950-2004 yılları arasında 95 ülke ile yapılan çalışma 6 farklı finansal açıklık göstergesi kullanmıştır. Finansal açıklık verilerinin elde edilebilirliğine göre farklı yıllar ve kapsamlarda analizler yapılmıştır. Finansal açıklık göstergelerinin 4 tanesi IMF AREAER tablosundaki verilere dayanan farklı hesaplamaları içermektedir. De facto finansal açıklık göstergelerinden bir tanesi Standart&Poors şirketi hesaplamalarına dayanırken diğer de facto gösterge ülkelerin uluslararası varlık ve yükümlülükler toplamının milli gelire oranını ifade eden göstergedir. Çalışma metot olarak panel sabit etkiler modelini ve araç değişkenli sistem GMM tekniklerini kullanmıştır. Çalışma özellikle de jure göstergelere eğilmiş ve finansal açıklıkla büyüme arasında pozitif ilişkiler tespit etmiştir.

Kose, Prasad ve Terrones (2008) çalışmalarında finansal açıklığın, üretkenlik (toplam faktör verimliliği artışı) artışına etkisini incelemiştir. Finansal açıklığın doğrudan çıktı miktarını artıracığına dair çalışmalar hem yetersiz hem de Henry (2007)<sup>7</sup>'nin uyarısıyla teorik olarak bakıldığında geçicidir. Bu bakımdan finansal serbestleşmenin doğrudan büyüme oranlarına değil üretkenlik ve verimlilik artışına etkilerini incelemek, meseleyi daha iyi kavramak açısından değerli olabilir. Yazarlar bu çalışmada üretkenlik artışı göstergesi olarak Cobb-Douglas tipi üretim fonksiyonu kullanmışlardır. İşçi başına çıktı oranını  $g_{Y/L}$  hesaplayarak bunu toplam üretkenlik artışı olarak hesaplamışlardır. Finansal açıklık göstergesi olarak hem de jure hem de facto değişkenleri ayrı ayrı kullanmışlardır. De jure değişken IMF AREAER tablosundan açık veya kapalı durumuna göre 0-1 değerleri alan ikili bir yöntemle hesaplanmış, de facto finansal açıklık göstergesi olarak uluslararası yükümlülüklerin milli gelire oranı ve uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranı ayrı ayrı modele dahil edilmiştir. Çalışma kontrol değişkenleri olarak ticari açıklık, dış ticaret hadleri, kurumsal kalite ve finans sektörü gelişimini kullanmıştır. Kurumsal kalite PRS Group'un derlediği uluslararası ülke risk rehberinden yolsuzluk, hukuk düzeni ve bürokratik kalite verilerinden oluşan bir endeks

---

<sup>7</sup> Finansal Serbestleşmenin Büyüme Üzerindeki Dolaylı Etkileri başlığı altında Henry(2007)'nin finansal serbestleşmenin büyüme üzerine etkilerinin yanlış anlaşıldığına dair görüşleri detaylandırılmıştır. Ona göre neoklasik büyüme modellerinde finansal serbestleşme uzun dönemli büyüme oranlarını etkilemez. Sermaye girişi nedeniyle elde edilen imkanlar kısa vadede ekonomik büyümeyi bir üst patikaya taşır.

kullanılmıştır. Finansal gelişme için özel sektöre verilen kredilerin toplam gelire oranı kullanılmıştır. Çalışma de jure finansal açıklık göstergeleri ile toplam faktör verimliliği artışı arasında orta vadede kuvvetli büyüme etkileri bulmuştur. Ancak finansal açıklık göstergesi olarak de facto göstergeler kullanıldığında özellikle toplam uluslararası yükümlülüklerin milli gelire oranının toplam faktör verimliliği artışı üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Uluslararası akımları doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının milli gelire oranı olarak baktığında ise toplam faktör verimliliğini artırdığı gözükmemektedir. Yani doğrudan yatırımların ve uzun vadeli borçların ülkenin verimliliğini artırdığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Çalışma 1966-2005 yılları arasında ve 67 ülkeyi kapsamaktadır. Yöntem olarak dinamik panel veri teknikleri kullanılan çalışma 10 yıllık ortalamalarla ve her ülke için 4 gözlemle çalışmıştır. Buradaki amaç toplam faktör verimliliğinin iş çevrimlerinden etkilenmeyen uzun vadeli değişimlerini tespit etmektir.

Finansal açıklığın toplam faktör verimliliğine ve yatırımlara (sermaye birikimi) etkisini inceleyen bir diğer çalışma (Bonfiglioli, 2008) ise 70 ülke ve 1975-1999 yılları arasındaki verilerle çalışmışlardır. Finansal açıklık göstergesi olarak de facto ve de jure göstergeler kullanılmıştır. Çalışmada ele alınan de jure göstergeler IMF AREAER tablosundan elde edilen 0-1 bazlı gösterge ile yine IMF tablosundan türetilen Quinn endeksidir ancak bu endeks 0-100 arasında dağılım gösterdiği için farklı finansal açıklık durumlarını da göz önüne almaktadır. Çalışmada de facto gösterge olarak uluslararası varlık yükümlülük toplamının milli gelire oranı kullanılmıştır. Çalışma yöntem olarak yatay kesit veri analizi ve panel GMM teknikleri kullanmıştır. Çalışma sonuçlarına göre finansal liberalizasyon her iki gösterge ile ele alındığında dahi özellikle gelişmiş ülkelerde toplam faktör verimliliğini artırmaktadır ancak sermaye birikimi yani yatırımlar üzerine net etki bulunamamıştır. Finansal krizler dikkate alındığında dahi finansal liberalizasyon ve toplam faktör verimliliği arasındaki pozitif ve anlamlı ilişki devam etmektedir.

Levchenko vd. (2009) yaptıkları çalışma 56 ülkeden 28 farklı imalat sanayi sektörünün üretim, işsizlik, yatırım ve işletme kurma sayıları ile finansal serbestleşme arasındaki ilişkiyi 1963-2003 yılları arasında araştırmıştır. De jure finansal açıklık göstergesi olarak Kaminsky vd. (2007)'nin hazırladığı indeks veriyi kullanan çalışma, de facto finansal açıklık göstergesi olarak IMF Ödemeler Dengesi istatistiklerinden elde edilen toplam sermaye giriş ve çıkışlarının milli gelire oranını kullanmıştır. Çalışma finansal

liberalizasyonun büyüme ve çıktı volatilitelerini artırdığını ancak bu etkilerin geçici olduğunu (6 yıl) ve toplam faktör verimliliği üzerine etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Osada ve Saito (2010) finansal serbestleşme ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceledikleri makalelerinde; büyüme üzerine etkilerin, yabancı sermayenin yapısına ve ülkenin karakteristiğine bağlı olarak değiştiğini ifade etmişlerdir. Çalışma 83 ülke üzerine ve 1974-2007 yıllarını kapsayacak şekilde yapılmıştır. Çalışmada finansal açıklık göstergeleri; yabancı varlık ve yükümlülüklerin alt kalemlerinin milli gelire oranı olarak bakılmıştır ve sadece bu de-facto göstergeler kullanılmıştır. Bu alt kalemler doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi yükümlükleri, borç yükümlükleri ile doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi varlıkları, borç varlıklarıdır. Çalışma sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi yükümlülükleri büyüme üzerinde olumlu etkiler gösterirken, borç yükümlülüklerinin etkisi negatiftir. Doğrudan yabancı yatırım varlıkları ve borç varlıkları ile büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu ilişki dışarıya giden hem doğrudan hem hisse senedi yatırımlarının ülkenin gelirine katkısının olmadığını göstermektedir.

Choong vd. (2010) ise yabancı sermaye akımlarının büyüme üzerine etkilerini inceledikleri çalışmalarında 51 ülkenin 1988 ve 2002 yılları arasındaki verilerini analiz etmişlerdir. Panel GMM teknikleri kullandıkları çalışmalarında, uluslararası sermaye akımlarını doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve dış borç olarak üçe ayırarak incelemişlerdir. Doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerine etkisi her durumda pozitif ve anlamlı çıkarken, portföy yatırımları ve dış borcun büyüme üzerine etkisi negatif olarak bulunmuştur. Ancak yabancı sermaye akımları verileri araç değişken olarak sermaye piyasasının gelişmişliği verisi ile modele dahil edildiğinde, negatif etkiler pozitifeye dönmektedir. Bu durum gelişmiş finansal yapıların bulunduğu ülkelerde yabancı sermayenin portföy yatırımları ve dış borç şeklinde olsa dahi büyümeyi olumlu etkilediğini göstermektedir. Ayrıca çalışma hisse senedi piyasalarının gelişmişliğini eşik değer olarak incelemeye tabi tutmuş hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için hisse senedi piyasaları gelişmişliği belirli eşik değerlerin üzerinde olan ülkelerde yabancı sermayenin her üç türünün de büyüme etkisinin belirgin şekilde pozitifeye döndüğünü tespit etmiştir.

Gehring (2013) ise 26 Avrupa birliği ülkesi üzerine yaptıkları çalışmada finansal serbestleşmenin büyüme, TFV (toplam faktör verimliliği) ve sermaye birikimi üzerine etkilerini incelemiştir. Finansal açıklık göstergesi olarak de facto ve de jure göstergeler kullanmışlardır. De jure gösterge olarak Chinn and Ito (2008) tarafından hazırlanan IMF AREAER tabanlı indeks veriyi kullanan çalışma, de facto gösterge olarak IMF Uluslararası Yatırım Pozisyonu istatistiklerinden toplam uluslararası yükümlülüklerin milli gelire oranını kullanmıştır. Yöntem olarak GMM panel tekniklerini kullanan yazar 1990-2007 arası veriyi incelemiştir. Çalışma finansal açıklık göstergeleri ve özellikle de facto göstergenin seçili ülke grubu ve zaman aralığında büyüme, toplam faktör verimliliği ve sermaye birikimi üzerine anlamlı ve pozitif ilişkisi olduğunu tespit etmiştir. Bu etkiler özellikle gelir seviyesi diğer ülkelere göre daha düşük olan doğu Avrupa ülkelerinde daha belirgin olarak tespit edilmiştir.

Finansal serbestleşme ve büyüme ilişkisini konu almış 60 ampirik çalışmayı inceleyen Bumann vd. (2013) meta analizi kullanarak yaptıkları literatür incelemesinde sonuçların neden farklılaştığı üzerine yoğunlaşmışlardır. Bağımlı değişken olarak büyümeyi ele alan çalışmalar dikkate alınmış ve farklı finansal açıklık göstergeleri derlenmiştir. Çalışma incelenen makalelerinin meta analiz sonuçlarına göre finansal açıklık ile büyüme arasında pozitif ancak zayıf bir ilişkiye işaret etmektedir. Çalışmalardaki farkları anlamak için yapılan değerlendirmelerden veri seti 1970'lerle başlayan ve 1980'lerle başlayan makalelerin farklılaştığı sonucu çıkmaktadır. 1980'li yıllarda başlayan veri setlerini kullanan makalelerde daha düşük t-istatistikleri raporlanmıştır. Çalışmalarında finansal gelişmeyi kontrol değişkeni olarak kullanan makalelerde daha düşük t istatistiği raporlamışlardır. Bu durumda finansal gelişmenin, finansal açıklıktan beklenen büyüme faydalarının elde edilmesi için önemli bir eşik olduğunu göstergesidir.

Aizenman vd. (2013) finansal açıklığın büyümeye etkisini 100 ülke ve 1990-2010 yılları arasında incelemiştir. Büyüme göstergesi olarak sabit fiyatlarla kişi başına geliri kullanan çalışma, finansal açıklık göstergesi olarak de facto göstergeler kullanmıştır. Çalışma uluslararası sermaye akımlarını doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi yatırımları ve portföy yatırımları olarak üçe ayırmış ve büyüme üzerine etkilerini ayırtmıştır. Çalışma yöntem olarak yatay kesit ve panel sabit etkiler metotlarını kullanmıştır. Yatay kesit modelinde doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerine etkilerini, döviz kuru istikrarı ve para politikası bağımsızlığı araç değişkenleri ile kontrol

edildiğinde büyüme üzerindeki etkilerini artırdığı bulunmuştur. Ancak benzer analiz hisse senedi ve portföy yatırımları üzerine yapıldığında büyüme üzerine etkileri anlamsız çıkmaktadır. 2008 yılında yaşanan küresel krizin sermaye akımları ve büyüme üzerine etkilerini anlayabilmek için 2001-2005 ve 2006-2010 yıllarına ayrı ayrı bakan çalışma; söz konusu dönemde doğrudan yabancı yatırımların pozitif etkisinin devam ettiğini ancak kısa vadeli borçları ihtiva eden sermaye akımlarının kriz zamanlarında büyüme üzerine etkisini negatif olarak göstermektedir.

Herwartz ve Walle (2014) çalışmalarında ticari ve finansal açıklığın finansal gelişmenin temel belirleyicilerinden olduğunu ifade eden finans-büyüme tezini incelemişlerdir. 1981-2006 yılları arasında 78 ülkenin verisiyle yapılan çalışma, parametrik ve yarı parametrik modelleme teknikleri kullanmıştır. Çalışmada finansal açıklık göstergesi olarak uluslararası varlık ve yükümlülüklerin toplamının milli gelire oranı olarak hesaplanan hacim değişkeni kullanılmıştır. Çalışma birçok farklı sonuç ihtiva etse de finansal açıklığın finansal gelişmeye ve dolayısıyla büyümeye etkisi konusunda panelin tamamı için negatif sonuçlar bulmuştur. Panel sahra altı Afrika, OECD ülkeleri ve Latin Amerika ülkelerini içermektedir. Panel alt gruplarında finansal açıklığın finans-büyüme üzerine etkisine bakıldığında ise sadece Latin Amerika ülkelerinde pozitif ilişki bulunmuştur.

Ahmed (2016) çalışmalarında 30 sahra altı Afrika ülkesini 1976-2010 arası için incelemiş ve finansal açıklık ile finansal piyasaların gelişmesi ve büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Finansal açıklık göstergesi olarak de facto göstergelerden uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranı, toplam yabancı varlıkların milli gelire oranı ve toplam uluslararası yükümlülüklerin milli gelire oranı verileri kullanılmıştır. De jure göstergelerden ise Chinn ve Ito (2008)'in IMF AREAER tablosundan derledikleri indeks kullanılmıştır. Panel GMM teknikleri kullanan çalışma seçili ülke grubu ve yıllar arasında finansal açıklık ile büyüme arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Bu finansal açıklığın sahra altı Afrika ülkelerinde büyüme üzerindeki etkilerinin olumsuz olduğunu gösterir. Bununla birlikte yazar finansal açıklık ile finansal gelişme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuştur. Bu durum finansal serbestleşmenin dolaylı kanallar yoluyla etkili olduğunu göstermektedir.

Kontrolsüz finansal genişleme karşıtı, ihtiyatlı kredi genişlemesi politikalarının büyüme üzerine etkilerini inceledikleri çalışmalarında Agénor vd. (2018) ayrıca finansal açıklığın etkilerini de incelemişlerdir. Finansal açıklığı Chinn-Ito endeksinden elde ettikleri de jure gösterge ile ölçen çalışma 64 ülke ve 1990-2104 yılları arasını kapsamaktadır. Çalışma finansal gelişme ve finansal açıklığın birlikte ve ayrı şekilde ekonomik büyümeyi pozitif etkilediğini bulmuştur. İhtiyatlı politikalar izlemenin büyüme üzerindeki etkisini pozitif bulan çalışma; finansal olarak açık ülkelerde bu etkinin azaldığını tespit etmiştir. Çünkü finansal açıklık sayesinde firmalar, ülke içindeki ihtiyatlı ve sıkı kredi politikaları aşabilmektedir.

Finansal serbestleşme ve büyüme arasındaki doğrudan ilişki her zaman tespit edilememektedir ancak finansal serbestleşme literatüründe asıl etkinin dolaylı yollardan sağlandığını dair görüşler mevcuttur. Dolaylı kanallardan en önemlisi finansal gelişme kanalıdır. Nasreen vd. (2020) çalışmalarında finansal sektörün gelişmesinde; finansal serbestleşme, kurumsal kalite ve iktisadi büyümenin etkilerini incelemişlerdir. Çalışma 23 Avrupa ülkesini 1989-2016 yılları arasında incelemiş ve panel GMM teknikleri kullanmıştır. Çalışma de facto finansal açıklık göstergesi olarak uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranını ve de jure gösterge olarak IMF AREAER tablosundan elde edilen Chinn-Ito endeksini kullanmıştır. Çalışma belirtilen ülke ve yıllar arasında finansal serbestleşmenin her iki hesaplama yöntemi için geçerli olacak şekilde finansal gelişmeyi olumsuz etkilediğini tespit etmiştir

Bhanumurthy ve Kumawat (2020), finansal açıklık ve büyüme arasındaki ilişkiyi 8 Güney Asya ülkesi için 1990-2015 aralığında incelemişlerdir. Yazarlar finansal açıklık göstergesi olarak iki farklı açıklık göstergesi kullanmıştır. İlk göstergeleri KOF globalizasyon göstergesidir. KOF indeksi gerçekleşen finansal akımlarla, ticaret ve finans akımları üzerindeki yasal kısıtları birleştiren bir yapıdadır bu sebeple hibrit endeks olarak tanımlanabilir. Kullandıkları diğer finansal açıklık göstergesi ise uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranı olarak ifade edilen de-facto göstergedir. Çalışma büyüme göstergesi olarak satın alma gücüne göre sabit fiyatlarla kişi başına gelir değişkenini kullanmıştır. Çalışmada yöntem olarak panel-var modelleri ve nedensellik analizi kullanılmıştır. Çalışma finansal açıklıktan büyümeye doğru nedensellik ilişkilerini zayıf bulmuşken, büyümeden finansal açıklığa doğru nedensellik daha kuvvetli

gözükmektedir. Finansal açıklık değişkeni olarak de-facto gösterge seçildiğinde finansal açıklıktan büyümeye nedensellik ilişkileri daha belirgin hale gelmektedir.

Finansal serbestleşme teorisi, sermayenin uluslararası düzeyde tahsisinde etkinliği artırarak, malların serbest dolaşımından sağlanan faydanın benzerinin sermayenin serbest dolaşımından da elde edileceğini belirtmektedir. Sermaye yoksunu ülkeler bu sayede verimli yatırımlar için kaynak bulurken, sermaye fazlası olan ülkelerde daha yüksek getiri elde edebilecek fırsatlara sahip olacaktır. Ayrıca uluslararası sermaye hareketlerine izin vermek kurumsal gelişimi artıracak, finansal piyasaları geliştirecek ve derinliğini artıracaktır. Ancak finansal serbestleşme politikalarını benimseyen birçok ülke krizlerle karşılaşmış, dış açık sorunları derinleşmiş, süreç içinde yabancı sermaye bağımlılığı artmış ve bağımsız makroekonomik politikalar yürütme imkanları azalmıştır. Ayrıca yabancı sermayenin küresel çevrimlerden etkilenmesi neticesinde, küresel çevrimlerin oluşturduğu genişleme ve daralma evrelerine daha hassas ekonomiler oluşmuştur. Teorik beklentilerin gerçekleşip gerçekleşmediğini, finansal açıklığın iktisadi büyüme üzerine etkilerini konu alan ve literatürde en çok atıf ve etkiye sahip olan makaleleri incelediğimiz bu bölümde, finansal serbestleşmenin büyüme üzerine olumlu etkileri olduğu konusunda net bir fikir birliği olmadığını belirtebiliriz. İncelediğimiz çalışmaların kullandıkları yöntemler, incelenen ülkeler ve verilerin kapsamı oldukça farklılaşmaktadır. Bu sebeple incelediğimiz çalışmaları özet bir tablo olarak sunmak genel resmi anlamak açısından faydalı olacaktır. Tablo 2’de incelenen çalışmalar kapsam, dönem, kullanılan finansal açıklık göstergeleri ve özet bir sonuç ifadesi seçilerek sunulmuştur. Bir kısım çalışmalar finansal açıklığın büyüme üzerine direkt etkilerini incelerken, birçoğu da yabancı sermayenin kompozisyonlarının büyüme etkilerini incelemiştir. Bu kompozisyonlardan doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi piyasasına yapılan yatırımlar genelde büyüme üzerine olumlu etkiler gösterirken, hızlı çıkış kabiliyetine sahip sermaye ve kısa vadeli borç şeklindeki portföy yatırımları olumsuz etkiler göstermektedir. Bu ayrımı sonuç kısmında pozitif-negatif şeklinde belirtmemiz bu sebepten kaynaklanmaktadır. Literatür özeti tablosundan da anlaşılacağı üzere literatürde finansal açıklığın büyüme üzerine etkilerine dair oturmuş bir fikir ve ampirik kanıt bulunmamaktadır.



**Tablo 2: Ampirik Literatür Özeti**

Çalışma	Kapsam	Dönem	Finansal Açıklık Göstergesi	Sonuç
Alesina vd. (1993)	20 ülke	1950-1989	De jure	Belirsiz
Grilli vd. (1995)	61 ülke	1966-1989	De jure	Belirsiz
Rodrik (1998)	100 ülke	1975-1989	De jure	Belirsiz
D. Quinn (1997)	57 ülke	1958-1989	De jure	Pozitif
Kraay (1998)	100 ülke	1985-1997	De jure-De facto	Pozitif
Bailliu (2000)	40 ülke	1975-1995	De facto	Pozitif-Negatif
Soto (2000)	44 ülke	1986-1997	De facto	Pozitif-Negatif
Edwards (2001)	60 ülke	1975-1997	De jure	Pozitif
Arteta vd. (2001)	61 ülke	1973-1992	De jure	Pozitif
Fratzscher ve Bussière (2004)	45 ülke	1980-2002	De jure-De facto	Belirsiz
Bekaert vd. (2005)	95 ülke	1980-1997	De jure	Pozitif-Negatif
Mody ve Murshid (2005)	60 ülke	1979-1999	De jure-De facto	Pozitif-Negatif
Ranciere vd. (2006)	60 ülke	1980-2002	De jure-De facto	Pozitif
D. P. Quinn ve Toyoda (2008)	95 ülke	1950-2004	De jure-De facto	Pozitif
Kose, Prasad ve Terrones (2008)	67 ülke	1966-2005	De jure-De facto	Pozitif-Negatif
Bonfiglioli (2008)	70 ülke	1975-1999	De jure-De facto	Pozitif
Levchenko vd. (2009)	56 ülke	1963-2003	De jure-De facto	Belirsiz
Osada ve Saito (2010)	83 ülke	1974-2007	De facto	Pozitif-Negatif
Choong vd. (2010)	51 ülke	1988-2002	De facto	Pozitif-Negatif
Gehring (2013)	26 ülke	1990-2007	De jure-De facto	Pozitif
Aizenman vd. (2013)	100 ülke	1990-2010	De facto	Pozitif-Negatif
Herwartz ve Walle (2014)	78 ülke	1981-2006	De facto	Negatif
Ahmed (2016)	30 ülke	1976-2010	De jure	Negatif
Agénor vd. (2018)	64 ülke	1990-2014	De jure	Pozitif
Nasreen vd. (2020)	23 ülke	1989-2016	De jure-De facto	Negatif
Bhanumurthy ve Kumawat (2020)	8 ülke	1990-2015	De jure-De facto	Pozitif-Negatif

#### 4.2. Finansal Açıklık Göstergeleri

Bir ülkenin uluslararası sermaye piyasasına entegrasyonu yani finansal açıklık derecesi için kullanılan iki temel ölçüt mevcuttur. De jure (yasaya göre) ve de facto (gerçekte olan) olarak isimlendirilen bu ölçütlerden de jure olan uluslararası finansal hareketlere koyulan yerel hukuk düzenlemelerine dayanır. De facto finansal açıklık ölçütleri ise hukuksal düzenlemelere değil gerçekleşmiş veriler üzerinden ülkenin uluslararası finansal sisteme entegrasyonunu ölçmeye çalışmaktadır.

De jure hesaplama yöntemlerinin birçoğu IMF tarafından 1950 yılı itibari ile yayınlanan *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER)

tablosuna dayanır. De jure ölçütlerde genel olarak ülke içine veya dışına çıkan finansal akımlar üzerindeki kontroller, miktar ve fiyat kontrolleri, yabancıların yerel piyasalardan hisse senedi alabilmesi veya yerlilerin yabancı hisse senedi alabilmeleri gibi hukuksal düzenlemeler dikkate alınır.(Kose vd. 2009)

IMF'in her yıl yayınlanan AREAER raporundaki incelenen kategori sayısı 1996 yılına kadar oldukça kısıtlı idi. Rapor, 1950-67 arasında yerleşikler ile yabancılar arasındaki cari ve sermaye hareketlerini ve bu işlemlerden doğan gelirlerin takibi için konan yasal düzenlemeleri basit bir formatta aktarmış; 1967-96 arasında ise "Üye Ülkelerin Borsa ve Ticaret Sistemlerinin Kısa Özellikleri" adlı bir tablo ile üye ülke vatandaşlarının cari ve sermaye hesaplarına, çok çeşitli uluslararası ödemeler için kısıtlama olup olmadığını kontrol ederek; biraz daha kapsamlı hale gelmiştir. 1997 yılı itibari ile IMF AREAER raporu oldukça genişlemiş, 13 ana kategori ve yüzlerce alt kategoride bilgiler vermeye başlamıştır. Sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları, yatırımcı tipi ve yatırım türleri açısından çok yönlü olarak raporlamıştır. (D. Quinn vd. 2011)

1996 yılına kadar yayınlanan dar kapsamlı AREAER tablosundan faydalanarak hazırlanan finansal açıklık göstergeleri ikili bir sınıflandırma (binary) ile kısıtlıdır. 0/1 şeklindeki bu analizde ülke finansal olarak açık veya kapalı şeklinde katı bir kodlamaya tabi tutulur. Bu tabloda örneğin kısmi olarak açık ülkeler, daha az açık veya kapalı gözükten ülkeler arasında bir ayırım yapılmadan aynı kategoride değerlendirilmişlerdir. İkili sınıflandırma ve ülkeler arası farkların tam olarak yansıtılmadığı bu açıklık göstergesinin büyüme regresyonlarında kullanılması hesaplama hatalarına neden olabilmektedir.(D. Quinn vd. 2011; Kose vd. 2009)

1997 yılı itibari ile kapsamı genişleyen AREAER tablosu ile de jure indeksler de gelişmiştir. Tablo 13 farklı kategoride bilgiler sunmaya başlamış ve böylece ülkeler arasında yabancı sermaye üzerindeki kısıtlamaların kompozisyonlarının tespiti mümkün hale gelmiştir. Tamirisa ve Johnston (1998)'un IMF AREAER tablosunun genişletilmiş haline dayanarak geliştirdikleri indeksle; uluslararası finansal işlemlerdeki kısıtları ithalat-ihracat, hizmetler ve sermaye hareketlerini ülke içine veya dışına yönelik farklılıkları da dikkate alacak şekilde 9 ayrı kategoride incelemiş ve her kategoriye açıklık derecesine göre puanlar vererek; toplam puan üzerinden ülkeye bir skor belirlemiştir. Brune ve Guisinger (2007) ise Tamirisa'nın yöntemini hem incelenen kategori hem de

ülke ve yıl açısından geliştirmiş 0-12 arasında ülke skorları veren bir indeks oluşturmuştur (FOI indeksi). İncelediği her kategoride ülkeye 4 farklı puan (0,0.5, 1, 2) vererek finansal açıklığın derecesini daha hassas şekilde dikkate almıştır.

Grilli vd. (1995), Rodrik (1998), Kraay (1998) gibi yazarlar da IMF AREAER tablosundaki 0-1 şeklinde ikili sınıflandırmayı kullanan, yerli yatırımcılara uygulanan sermaye kısıtları tablosu verisini kullanmışlardır. Bu veriyi örneklem aralığındaki yıllarda, ülke kaç kez açık ve kapalı olarak tanımlandı ise bu sayıyı dikkate alan bir finansal açıklık değişkeni geliştirmişlerdir.

IMF AREAER tablosuna dayanan ülke ve yıl kapsamı en geniş olan endekslerden birisi Chinn ve Ito (2008) tarafından geliştirilen KAOPEN endeksidir. IMF AREAER tablosunda bulunan dört ana kategoriye dayanmakta ve temel bileşenler analizi yöntemi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bu dört kategori:

- Çoklu döviz kurlarının varlığını gösteren değişken
- Cari işlemler hesabındaki kısıtlamaları gösteren değişken
- Sermaye hesabı işlemlerindeki kısıtlamaları gösteren değişken
- İhracat gelirlerinin, ihracatçıya teslim edilip edilmediğini gösteren değişken

1996 yılında IMF AREAER tablosunun kapsamının genişlemesiyle, özellikle sermaye hesabı kısmında çok detaylı bilgiler verilmeye başlanmıştır. Chinn ve Ito (2008) bu yıldan itibaren verinin düzenlenmesinde Mody ve Murshid (2005)'in 0-4 aralığında her kategoriye verilen değerden oluşan sistemini kullanmışlardır. Bu çalışmalar IMF ikili (0,1) hesaplamasını düzeltmeye ve yumuşatmaya çalışmışlardır ancak veriler en nihayetinde sermaye kontrollerinin var veya yok şeklinde sınıflandırıldığı tablolara dayanmaktadır.

D. Quinn vd. (2011) IMF AREAER tablosuna dayanan finansal açıklık değişkenlerinin sakıncalarını şu şekilde sıralamıştır.

- IMF metodolojik olarak kapalı rejimden açık rejime geçiş için bir eşik belirlemediği. Değişim noktası ortalamalar alınarak hesaplanmakta ve zamanla değişmektedir.

- IMF AREAER tablosunda 1995-1996 yılları sonrasında yapılan değişimler neticesinde yapısal kırılma oluşmuştur. 1997 tablosundaki verilerle eski verilerin devam ettirilmesi ölçüm hatalarına neden olmaktadır.
- Tablodaki veriler genelde yılın son günü baz alınarak oluşturulmaktadır. Yıl içinde bir noktadan alınan veriler, yanıltıcı çıkarımlara neden olabilir.

Kose vd. (2010) ise IMF tablosuna dayanan finansal açıklık göstergelerinin eksikliklerini şu şekilde sıralamıştır:

- IMF tablosundaki göstergelerin önemli bir kısmı döviz kuru işlemlerindeki kısıtlamalara dayanmaktadır ve bu kısıtlamalara finansal açıklığın derecesini yansıtan göstergeler değildir.
- IMF tablosundaki göstergeler sadece hukuksal durumu ifade etmektedir. Ancak hukukun sıkı şekilde uygulandığı veya yumuşatıldığı durumları gösteremediklerinden etkinliği ölçmekte yetersizlerdir.
- IMF AREAER tablosuna dayanan finansal açıklık göstergeleri hukuksal göstergelere dayandığından, uluslararası sermaye piyasalarına ne kadar entegre olduğuna dair bir veri içermemektedir. Gerçekte olan durumu ölçmek için yetersiz bir kaynaktır. Nitekim Çin'in de dahil olduğu birçok ülke, sıkı sermaye kontrolleri uyguladıkları da istenmeyen sermaye akımlarını durdurmakta tam anlamıyla başarılı olamamışlardır.

De Jure hesaplama yöntemi ülkelerin hukuk düzenlemeleri arasında karşılaştırma imkânı sunması açısından önem arz etmektedir. De jure ölçütler hukuksal düzenlemeleri karşılaştırma gibi bir imkân sunsa da öznellikleri göz ardı edilemez. Birçok hükümet yasalar yerli yerinde dursa bile uygulamada esneklikler veya katılıklar gösterebilir, dönemsel olarak yasal değişiklikler yapma ihtiyacı duymadan, finansal akımlara kolaylık veya zorluk çıkarabilirler. Kâğıt üstünde yani de jure ölçütlere göre sermaye kontrolleri sıkı gibi gözüken ülkelerin de facto finansal serbestleşme göstergeleri yüksek olabilmektedir.

De facto finansal açıklık göstergeleri ise gerçekte olan duruma odaklanıp, sermaye akımlarındaki değişimleri yansıttığı için finansal açıklığı ölçmede daha tutarlı sonuçlar vermesi beklenmektedir. Uluslararası sermaye akımları verilerinin birçok ülke için ulaşılabilir ve ülkeler arası karşılaştırmalara konu olacak şekilde hazırlanması 90'lı

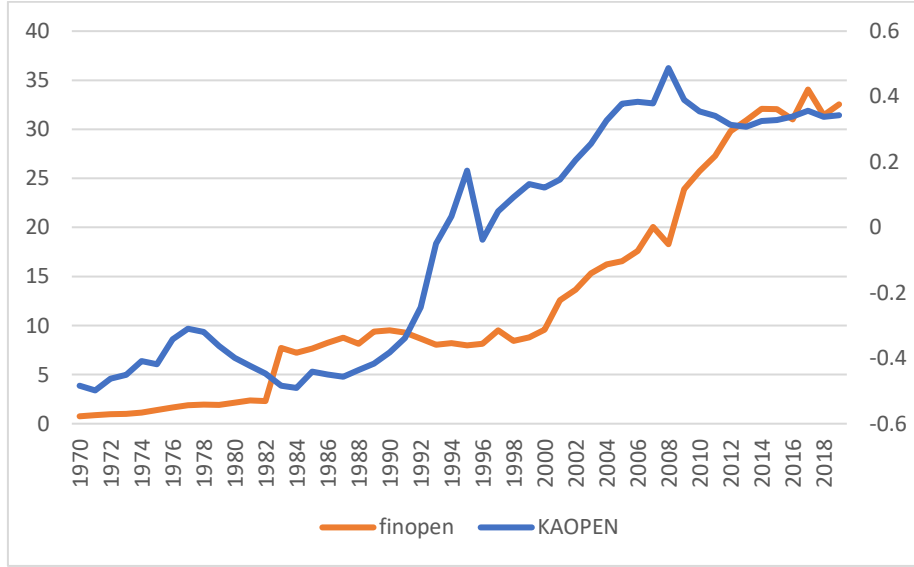
yıllarda gerçekleşmiştir. Ancak de jure göstergelerdeki sorunların bilinirliği nedeniyle erken tarihlerde de facto göstergeler olarak fiyat bazlı göstergelerde kullanılmıştır. Bu göstergelerden 2. Bölüm 2.1.2 kısmında detaylıca bahsettiğimiz Feldstein ve Horioka (1980)'nin çalışması ülke içinde yatırım ve tasarruflar arasındaki korelasyonun, finansal serbestleşme ve uluslararası finansal akımlar neticesinde kaybolmasına dayanmaktaydı. Yine sonraki birçok çalışma yerel ve uluslararası fiyat farklarına ve arbitraj imkanlarının boyutuna dayanarak finansal açıklığın boyutunu ölçmeye çalışmıştır. Özellikle reel faiz oranı farkı birçok çalışmada finansal sistemin uluslararası piyasalarla entegrasyonunun derecesini ve etkinliğini ölçmek için kullanılmıştır. Ancak Cline, (2010, s. 5)'de belirttiği üzere finansal entegrasyonu fiyat bazlı göstergelerle ölçmek veri bulunabilirliği açısından oldukça zordur ve faiz oranı farkları özellikle gelişmiş ve finansal açık olan ülkelerde dahi sermaye hareketliliğini ölçmek için yeterli bir ölçüt olarak gözükmemektedir.

De facto miktar bazlı göstergeler ise gerçekleşen finansal akımlara dayanmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy veya hisse senedi yatırımlarının şeklindeki finansal akımların toplamları veya net yatırımlar şeklinde ifade edilen göstergeler de facto finansal açıklık göstergeleri olarak kullanılabilir. Ancak toplam akım veya net akım şeklindeki göstergelerde yıldan yıla ciddi oranlarda değişebildiği ve ölçüm hataları nedeniyle, ülkenin uluslararası finansal piyasalara entegrasyonunu ölçmek için sağlıklı olmayabilir(Kose vd., 2010). Bu sebeple Lane ve Milesi-Ferretti (2006)'in önerisi ile uluslararası varlık ve yükümlülüklerin toplamının milli gelire oranının kullanılması, bir ülkenin uluslararası finansal sisteme entegrasyonun daha sağlıklı bir göstergesi olarak kabul edilmiştir.

D. P. Quinn ve Toyoda (2008) ise de facto finansal açıklık göstergelerinin, hükümetlerin uluslararası finansal entegrasyona karşı tutumlarını anlamakta daha etkili ölçütler olduğunu belirtmişlerdir. Hukuksal olarak finansal işlemlere herhangi bir kısıt uygulamayan ülkeler bazen düşük arbitraj veya getiri nedeniyle yabancı sermaye çekemezken, bazı durumlarda hukuksal olarak var olan kısıtların aşılması için ülkeye doğrudan yatırımlar yapılabilir. Hukuksal kısıtlar bazı durumlarda ancak de facto göstergelerle takip edilebilen yatırımlara sebep olabilir. Bazı durumlarda ise hükümet politikalarının etkisi dışında finansal yatırımlar ancak de jure göstergelerle takip edilebilir. Nitekim birçok erken sanayileşmiş ve gelişmiş ülke uzun yıllardır finansal

akımlara herhangi bir hukuksal kısıtlama getirmemişken, bu ülkelerin de facto finansal açıklık göstergeleri ciddi değişimler göstermiştir.

Şekil 10’da literatürde en çok kullanılan de jure (KAOPEN) ve de facto (finopen) finansal açıklık göstergelerinin tüm ülkeler için yıl yıl ortalaması alınarak 1970-2019 yılları arasında hesaplanmış grafiğini görmekteyiz. Her iki finansal açıklık göstergesinde 1990’lı yıllar itibari ile ciddi bir artış gözükmekte ve bu durum gelişmekte olan ülkelerin dünya finansal sistemine entegrasyonunun bu yıllarda arttığını göstermektedir. KAOPEN endeksi yabancı sermaye üzerine hukuksal düzenlemelerin azaltıldığını, finopen ise gerçekleşen finansal akımların arttığını göstermektedir. De jure göstergelerin elde edildiği IMF AREAER tablosunda 1996 yılında yapılan güncellenmenin etkileri KAOPEN indeksinde kırılma olarak gözükmektedir. Halbuki aynı tarihlerde de facto finopen finansal açıklık göstergesinde ciddi değişimler olmamıştır. 2008 krizinin etkisini her iki endekste de görmek mümkünken, 2013 Taper Tantrum<sup>8</sup>’un etkileri finopen endeksinde daha detaylı gözükmektedir.

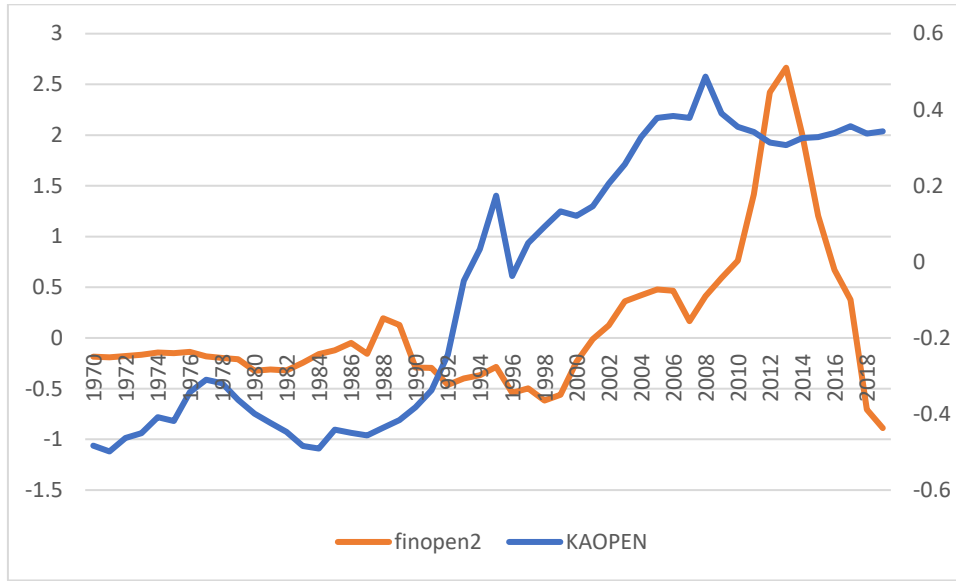


**Şekil 10:** Finansal Açıklık Göstergeleri Karşılaştırması (Dünya)

**Kaynak:** Chinn ve Ito (2006) hesaplamasına göre güncellenen KAOPEN indeksi, Lane ve Milesi-Ferretti (2018) veri setine göre hesaplanan varlık ve yükümlülüklerin milli gelire oranı kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

<sup>8</sup> 2013 yılında Amerikan merkez bankasının parasal sıkılaşıma gideceğini açıklaması üzerine dünyadaki finansal akımlar azalmış, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanırken, küresel sermaye merkez ülkelerde toplanmaya başlamıştır.

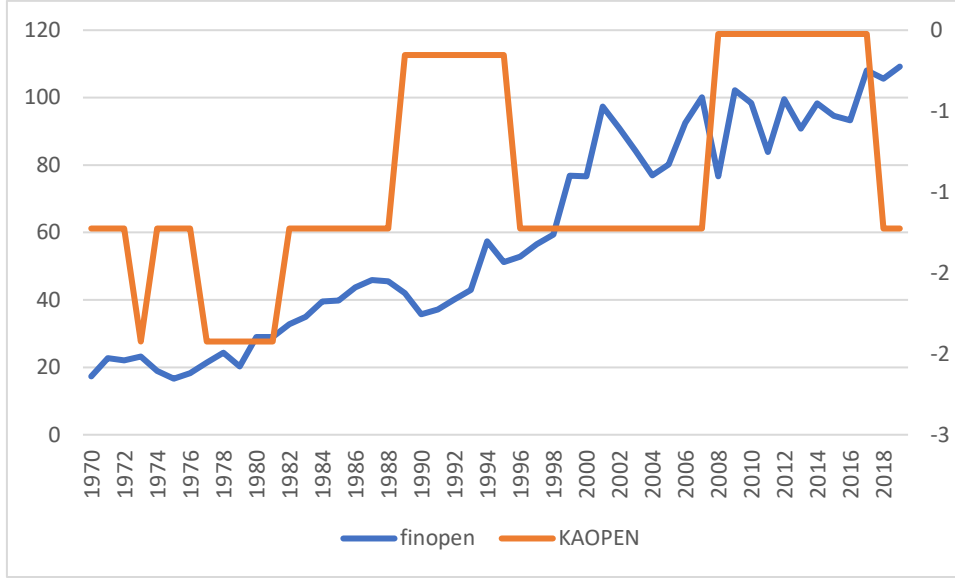
Şekil 11’ de ise de facto finansal açıklık göstergesi olarak net uluslararası varlıkların milli gelire oranının tüm ülkeler için toplanıp ortalama alınmış halinin 1970-2019 arasındaki dağılımını ve KAOPEN de jure göstergesiyle beraber görmekteyiz. Şekilde dikkat çekici olan 2008 sonrası majör merkez bankalarının finansal genişlemesi sonrası net uluslararası varlıklarda ciddi bir artış olurken; 2013 Taper Tantrum’undan sonra hızlıca bir geri çekilme yaşanmıştır. Ancak KAOPEN de jure finansal açıklık göstergesi bu değişimleri yeteri kadar yakalayamamıştır.



**Şekil 11: Finansal Açıklık Göstergeleri Karşılaştırması (Dünya)**

**Kaynak:** Chinn ve Ito (2006) hesaplamasına göre güncellenen KAOPEN indeksi, Lane ve Milesi-Ferretti (2018) veri setine göre hesaplanan varlık ve yükümlülüklerin milli gelire oranı kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Finansal açıklık göstergelerini dünya ortalaması ile incelemek bazı sorunlara sebep olabilir. Özellikle de facto göstergemiz uluslararası varlık ve yükümlülükler dayandığı için dünya ortalamasında bir ülkenin varlığı diğerinin yükümlülüğü içindedir. O sebeple de jure göstergeler ile de facto göstergeler arasındaki farkı daha detaylı anlamak için Şekil 11 ve 12’de Türkiye için KAOPEN, uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranı (finopen) ve net uluslararası varlıkların milli gelire oranı (finopen2) gösterilmiştir.



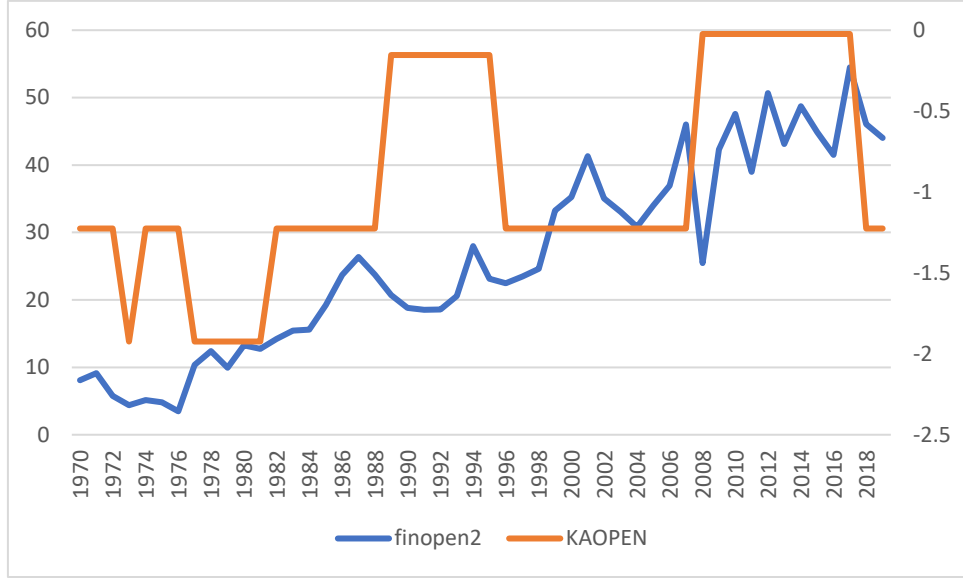
**Şekil 12:** Finansal Açıklık Göstergeleri Karşılaştırması (Türkiye)

**Kaynak:** Chinn ve Ito (2006) hesaplamasına göre güncellenen KAOPEN indeksi, Lane ve Milesi-Ferretti (2018) veri setine göre hesaplanan varlık ve yükümlülüklerin milli gelire oranı kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

Şekil 12 ve 13 incelendiğinde KAOPEN indeksi 1980 yılı sonrasındaki iç finansal liberalizasyon adımları (faiz oranı, döviz kuru ve bankacılık politikalarının serbestleştirilmesi) ve 1989 yılında uluslararası sermaye hareketlerinin serbest bırakılması adımları net olarak gözükmemektedir. 1994 krizi sonrası atılan adımlar KAOPEN endeksinde gerilemeye neden olmuş ve 2008 krizine kadar endeks sabit kalmıştır. Finopen ve finopen2 finansal açıklık göstergelerinden ise 1994-2000-2001 ve 2008 küresel krizinin etkilerini izlemek mümkündür. 2013 taper tantrum'undan sonra Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişinin yavaşlaması da de facto göstergelerden takip edilebilmektedir. Ancak de jure gösterge olan KAOPEN indeksinden tüm bu değişim ve krizlerin etkilerini takip etmek pek mümkün gözükmemektedir. Ohta (2015), Feldstein-Horioka (FH) bilmeceğini inceledikleri makalelerinde KAOPEN endeksinin 2008 krizi sonrası gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin uyguladığı farklı sermaye kontrolü yöntemlerinin etkilerini göstermekte yetersiz olduğunu bu sebeple net sermaye girişleri verisini kullanmanın daha doğru sonuçlar vereceğini belirtmişlerdir.

Tüm bu sebeplerden çalışmamızda de jure finansal açıklık göstergelerinden finopen ve finopen2 kullanılacaktır.





**Şekil 13:** Finansal Açıklık Göstergeleri Karşılaştırması (Türkiye)

**Kaynak:** Chinn ve Ito (2006) hesaplamasına göre güncellenen KAOPEN indeksi, Lane ve Milesi-Ferretti (2018) veri setine göre hesaplanan varlık ve yükümlülüklerin milli gelire oranı kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır.

#### 4.3. Model ve Veri Seti

Çalışmamızda verisine ulaşılabilen tüm ülkeler analize dahil edilmeye çalışılmıştır. Bu bakımdan ülkelerin sınıflandırılması için Dünya Bankası'nın 2020 yılı ülke gelirlerine göre yaptığı sınıflandırma kullanılmıştır. Dünya bankası sınıflandırması kişi başına düşen gayri safi milli hasıla oranına göre hesaplanmaktadır. Bu hesaplama ATLAS yöntemi kullanılarak yapılır. ATLAS yöntemi ülke yerel parasının dolar kuruna karşı aşırı oynak olması durumunda muhtemel dolar bazlı gelir oynaklıklarını azaltmak için tasarlanmıştır. Atlas dönüşümünde ülke parası ile hesaplanan kişi başına gelir öncelikle yıl ortası nüfusa bölünür. Böylece yerel para cinsinden kişi başına gelir bulunmuş olur. Ülke karşılaştırmalarında etkin olması için döviz kuru dönüşümü yapılması gerekmektedir. Atlas yöntemi kur dönüşümünü sadece ele alınan yılın kuru ile yapmamaktadır. Bu durumda özellikle gelişmekte olan veya kriz yaşayan ülkelerde görülen ani kur değişimlerinin etkisiyle ülkelerin karşılaştırmalı gelir durumlarında ciddi oynaklıklar olabilir. Bu sebeple Atlas dönüşümü içinde bulunulan yılın kur ortalaması ve önceki iki yılın kur ortalamaları toplanıp 3'e bölünerek belirlenir. Burada ayrıca hesap yapılan ülke ile dünya enflasyonu farkı da dikkate alınarak; yerel paradaki değer kaybı düzeltilir. Dünya enflasyonu hesabında Çin, Japonya, Amerika ve Euro bölgesi ülkeleri IMF SDR

limitlerine göre ağırlıklandırılarak hesaplanmaktadır. Ayrıca hesaplanan bu SDR tabanlı dünya enflasyonu dikkate alınarak her sene sınıflandırmada kullanılan gelir göstergeleri de güncellenmektedir. Bu bakımdan Dünya Bankası gelir sınıflandırması döviz kuru oynaklıklarını ve enflasyon farklarını dikkate alan gelişmiş bir göstergedir. Çalışmamızda ülkeler aşağıdaki sıralamaya uyularak farklı kategorilerde analiz edilmiştir<sup>9</sup>.

- Düşük gelirli ülkeler: Kişi başına geliri 1035 dolar ve altı
- Alt orta gelirli ülkeler: Kişi başına geliri 1035 dolar ve 4045 dolar arası
- Üst orta gelirli ülkeler: Kişi başına geliri 4046 dolar ve 12535 dolar arası
- Yüksek gelirli ülkeler: Kişi başına geliri 12535 dolar ve üstü

Yüksek gelirli ülkeler 23 adet ülkeden oluşmaktadır. Veri ulaşılabilirliği yüksek olduğu için analiz 1980-2015 yılları arasında 36 yıllık süreyi kapsamaktadır.

Üst orta gelirli ülkeler 28 adet ülkeden oluşmaktadır. Veri ulaşılabilirliği bu grupta da yüksektir. 1980-2015 yılları arasındaki verilerle 36 yıllık bir süreyi kapsamaktadır.

Alt orta gelir grubu ülkeler 33 ülkeden oluşmaktadır. Veri ulaşılabilirliği sıkıntılarından dolayı 1988-2015 yılları arası 28 yıllık veri ile çalışılmıştır.

Düşük gelir grubu ülkeler 19 adet ülkeden oluşmaktadır. Sağlıklı verilerine ulaşılabilen ve paneldeki ülke sayısının azalmaması için 1988-2015 arası 28 yıllık veri ile çalışılmıştır.

Çalışmamızda toplamda 103 ülke bulunmakta ve bu ülkelerin gelirleri toplamı dünya milli gelirinin yüzde 90'ından fazlasını kapsamaktadır. Dışlanan ülkeler iki kritere göre belirlenmiştir. Birincisi verilerine ulaşım imkanıdır. Yapılan birçok analiz dengeli panel veri (balanced panel) gerektirdiği için bu gereksinim çerçevesinde verilerinde eksikler olan ülkeler dışlanmıştır. İkinci kriterimiz aykırı gözlemlerin (outliers) tespitine dayanmaktadır. Bazı ülkeler vergisel avantajları nedeniyle milli gelirlerinin çok üzerinde finansal varlığa sahip gözükmektedir. Bu ülkeler literatürde vergi cennetleri olarak geçmektedir. Bu ülkeler sadece vergisel avantajlar değil, sistem dışında tutulmak istenen paralarında merkezleri haline gelmişlerdir. Bu ülkeleri örneklemimizin içinde tutmak sapmalı sonuçlara neden olacağı için araştırma kapsamından çıkartılmıştır. Sonuç olarak finansal serbestliği ölçtüğümüz yöntemler finansal büyüklüklerin milli gelirle

---

<sup>9</sup> Detaylı bilgi için: <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/378832-what-is-the-world-bank-atlas-method>

düzeltilmesine dayanmaktadır. Bu ülkeler mili gelirlerine oranla çok yüksek miktarda finansal varlık giriş ve çıkışına sahip olduğundan sağlıklı sonuçlar almak için örneklem dışına çıkartılmaları gerekmektedir<sup>10</sup>.

Çalışmamızda büyüme göstergesi olarak kişi başına 2010 sabit fiyatları ile ABD doları cinsinden GSYİH kullanılmıştır. Nüfus etkisini giderdiği için ülkeler arasındaki karşılaştırmalarda etkinlik sağlayan bir göstergedir.

Finansal açıklık göstergesi olarak de jure göstergeler tercih edilmiştir. Lane ve Milesi-Ferretti (2018) External Wealth of Nations (EWN) veri seti bu alanda en kapsamlı verileri içermektedir. Lane ve Milesi-Ferretti 2007 yılından başlayarak ve sonrasında IMF desteğiyle verilerini güncel tutmaktadır. Ayrıca de jure göstergeleri toparlarken IMF ödemeler dengesi (BOP) ve uluslararası yatırım pozisyonu (IIP) verileri de kullanılmıştır. Hesaplanma yöntemlerindeki farklar dikkate alınarak veri birleştirme yoluna gidilmemiştir. Ancak bazı ülkelerin verileri, hangi verisetinde dengeli şekilde varsa o veri setinin verileri kullanılmıştır. Her iki veri setinden alınan uluslararası yatırım pozisyonlarındaki toplam varlık ve toplam yükümlülükler kullanılarak iki farklı finansal açıklık göstergesi hesaplanmıştır. İlk finansal açıklık göstergemiz uluslararası varlık ve yükümlülüklerin toplamının GSYİH'ya oranını ifade etmektedir. Diğer finansal açıklık göstergemiz ise toplam varlıklardan yükümlülüklerin çıkartılması ile elde edilen net uluslararası yatırım pozisyonunun GSYİH'ya oranı kullanılarak elde edilmiştir. Hesaplama yapılırken kullanılan GSYİH cari yıl ortalama döviz kuru ile hesaplanmıştır.

Çalışmamızda kişi başına gelir her modelde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenlerden finansal açıklığı temsilen iki farklı değişken kullanıldığı için değişken seçimine göre iki model kurulmuştur. Diğer kontrol değişkenleri ise enflasyon oranı, finansal gelişme endeksi, ticari açıklık ve yaşam beklentisidir.

Enflasyon oranı IMF veri tabanından elde edilmiştir. Makroekonomik istikrarın ve tutarlı ve sürdürülebilir bir kalkınmanın göstergesi olarak modele dahil edilmiştir.

Finansal gelişme göstergesi olarak IMF'in hesapladığı finansal gelişme endeksi kullanılmıştır. Finansal gelişme literatürde çok çalışılmış ve birçok farklı gösterge ile hesaplanmaya çalışılmıştır. Bu göstergelerin en çok kullanılanları para tabanı

---

<sup>10</sup>Andorra, British Virgin Islands, Cayman Islands, Curacao, Gibraltar, Guernsey, Isle of Man, Jersey, Mauritius, Netherlands Antilles gibi ülkeler örnek gösterilebilir.

büyükliklerine (M2/GDP) veya özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranına dayanmaktadır. Ancak IMF'in hesapladığı finansal gelişme indeksi, finansal kurumları ve piyasaları ayrı ayrı ele alan ve derinlik, ulaşım, etkinlik gibi kriterleri değerlendiren oldukça kapsamlı bir göstergedir. Piyasa derinliği ve likiditesi, bireylerin finansal servislere ulaşabilme imkanları ve finansal piyasaların düşük maliyetli, sürdürülebilir gelir ve aktivitelerini dikkate alan endeks finansal gelişmeyi çok yönlü olarak ölçmektedir. Endeks aynı zamanda kurumsal gelişimi de içerdiği için kurumsal gelişme göstergesi olarak da değerlendirilebilir.

Ticari açıklık verisi dünya bankasından elde edilmiş ve toplam ticaretin milli gelire oranı olarak kullanılmıştır. Ticari açıklık, ekonomik serbestleşmenin ilk ayağı olan ve iktisat teorisinde karşılaştırmalı üstünlüklere dayanan etkin üretim modeli için teşvik edilen bir politikadır. Finansal serbestleşme literatüründe de önemli bir yere sahiptir. Ekonomik liberalizasyonun ilk ayağı olarak tanımlanmaktadır. Finansal işlemlerin önemli bir kısmının ticaret kaynaklı olduğu düşünüldüğü için modele dahil edilmiştir.

Yaşam beklentisi verisi dünya bankasının doğumda beklenen yaşam beklentisi verisinden alınmıştır. Ülkelerin gelir seviyesi, altyapısı ve sağlık sistemleri geliştikçe bu süre uzamaktadır. Ülke karşılaştırmalarında altyapısal farkın nihai sonucu olarak değerlendirildiğinden sağlıklı bir karşılaştırma göstergesidir. Çok yönlü kalkınma düzeyinin göstergesi olarak kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenleri tanımlamakta kullandığımız kısaltmalar şu şekildedir.

lnGdpPc: 2010 sabit fiyatları ile kişi başına gayri safi yurtiçi hasıla dolar cinsinden. World Bank National Accounts Data veri setinden elde edilmiştir

Info: Uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının GSYİH'ya oranı. Lane and Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II" veri setinin genişletilmiş versiyonu ve IMF International Financial Statistics veri setinden elde edilmiştir.

Info2: Uluslararası varlıklardan, yükümlülüklerin çıkartılması ile bulunan net uluslararası yatırım pozisyonunun GSYİH'ya oranı. Lane and Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Mark II" veri setinin genişletilmiş versiyonu ve IMF International Financial Statistics veri setinden elde edilmiştir

Lnfdx: Finansal gelişme endeksi: IMF International Financial Statistics veri setinden elde edilmiştir.

Lninf: Enflasyon oranı veya tüketici fiyat endeksindeki yıllık değişim. IMF International Financial Statistics veri setinden elde edilmiştir

Lnto: İthalat ve ihracat toplamının milli gelire oranı. World Bank National Accounts Data veri setinden elde edilmiştir

Lnlife: Doğumda yaşam beklentisi. World Bank National Accounts Data veri setinden elde edilmiştir.

Çalışmamızda kullanılacak bağımlı ve bağımsız değişkenler tanılandıktan sonra kurulacak model şu şekilde olacaktır:

$$g = \alpha + \beta X + \sum_i \gamma_i Z_i$$

Burada  $g$  büyüme oranını ifade etmektedir. Çalışmamızda kişi başına düşen gelir olarak kullanılmıştır.  $X$  tercih edilen finansal açıklık değişkenini ifade eder. Çalışmamızda Info ve Info2 isminde 2 farklı finansal açıklık değişkeni ile 2 model kurulacaktır.  $Z$  ise kurulan büyüme modelindeki kontrol değişkenleri ifade etmektedir. Ayrıca kontrol değişkenlerin dışlandığı modellerde kurularak egzojen etkilerin varlığı da kontrol edilmiştir.

#### **4.4. Yöntem: Panel Veri Analizi**

Zaman serisi bir birimin (ülke, firma veya birey gibi) seçilen zaman birimine göre (yıl, ay, gün gibi) değişimlerini gösterirken; yatay tek bir zaman biriminde, farklı birimlerden toplanan verileri göstermek için kullanılır. 2000-2020 arası yılları arasında Türkiye işsizlik oranını gösteren veriye zaman serisi verisi denilirken; 2020 yılında OECD ülkelerindeki işsizlik oranını gösteren veriye yatay kesit verisi denmektedir.

Panel veri, zaman serisi ve yatay kesit verilerin birleştirilmesi ile oluşturulan veri setine verilen isimdir. 2000-2020 arasında OECD ülkelerinin işsizlik oranlarının yatay kesit ve zaman serisi birleşimine panel veri denmektedir. Böylelikle panel veride birimler arası farklılıklar ve birim içi dinamikler beraber ele alınabilmektedir. Panel veri literatürü her ne kadar 1960-70 yıllarında başlamış olsa da uygulamalı ilk çalışmalar 1990'lı yıllarda yapılmıştır. Bunda aynı veriyi farklı birimlerde toplamının zahmet ve masrafları ve

toplanmaya başlanan verilerin analiz yapmaya uygun gözleme sahip olmasının zaman alması önemli rol oynamıştır.

Erken dönemde başlayan en önemli panel veri setleri Amerikan işgücü piyasası deneyimlerini ölçen ve 1966 yılından beri yapılan ankettir ve yine 1968 yılından beri yapılan Michigan üniversitesinin gelir dinamiklerini ölçtüğü çalışmalardır. Gelişmiş ülkelerin çoğunda eğitim, sağlık, çocuk bakımı, alkol ve uyuşturucu kullanımı gibi konularda cinsiyet, eğitim durumu ve gelir seviyesini dikkate alan uzun soluklu panel veriler toplanmaktadır. IMF, OECD, EUROSTAT, WB gibi kurumlar da ülkelerin istatistik kurumları ile yaptıkları ortaklıklar ve standardizasyon çalışmaları ile daha geniş kapsamlı makro ve mikro verilerin toplanmasını sağlamaktadır. (Hsiao, 2014)

Panel veri modellerini mikro ve makro paneller olarak ayırabiliriz. Mikro paneller birim sayısı fazla ve zaman boyutu kısa olan veri setlerini ifade etmektedir. Makro paneller ise hem birim hem zaman boyutunun fazlaca olduğu veri setlerini ifade etmektedir. Panel literatürü ilk başlarda uzun yıllara dayanan veri eksikliği yaşadığı için mikro panellere yoğunlaşmıştır. Sabit etkiler (FE), Arellano Bond tahmincisi, GMM gibi yöntemler birim sayısının fazla ancak zaman boyutunun kısa olduğu veri setleri için geliştirilmişlerdir.

90'lı yılların sonuna doğru panel veride tahminci seçiminin birim ve zaman boyutuna bağlı olduğunu ifade eden çalışmalar yayınlanmıştır. Özellikle zaman boyutu arttıkça zaman serisi analizlerinde karşılaşılan durağan olmama sorunları panel veri içinde dikkate alınmaya başlanmıştır. Aynı zamanda klasik teknikler, havuzlama yöntemi ile eğitim parametrelerinin homojen olduğunu varsaymaktadır ancak zaman boyutunun artması ile her birime ayrı bir regresyon kurma imkânı oluşmuş ve heterojen eğimleri dikkate almak kolaylaşmıştır. (Burdisso ve Sangiácomo, 2016)

Genel bir panel veri modeli şu şekilde gösterilmektedir:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{kit} X_{kit} + u_{it}, \quad i = 1, \dots, N, \quad t = 1, \dots, T$$

Modelde Y bağımlı değişkeni,  $X_k$  bağımsız değişkenleri,  $a$  sabit,  $\beta$  eğim parametresini  $u$  ise hata terimini göstermektedir. Alt indislerden  $i$  birimleri temsil ederken  $t$  ise zaman boyutunu temsil etmektedir.

#### 4.4.1. Panel Veri Analizinin Avantaj ve Dezavantajları

Panel veri, zaman serisi ve kesit verinin özelliklerini içinde barındırmaktadır. Böylece daha fazla veriyle çalışma imkânı bulunmakta ve bazı avantajlar elde edilmektedir. Bu avantajları genel haliyle şu şekilde özetleyebiliriz. (Hsiao, 2014; Das, 2019; Tatoğlu, 2020; Pesaran, 2016)

- Zaman serisi analizlerinde birimlere özgü farklılıklar dikkate alınmazken, kesit veride de zaman boyutu dışlanmaktadır. Panel veri birimlere özgü farklılığın dikkate alınabilmesine olanak tanımaktadır böylece panel veride birimlerin özellikleri ve farkları aynı anda ifade edilebilmektedir. Panel veri analizi kullanmanın en önemli motivasyonlarından biri muhtemel korelasyonlu, zamanla değişmeyen heterojenliği tahmin etmeye gerek kalmadan kontrol edebilmektir.
- Panel veri; zaman serisi ve kesit veri ile karşılaştırıldığında daha fazla gözlem sayısı (NT) ve dolayısıyla serbestlik derecesi sağlamaktadır. Böylece zaman serisinde veriden sağlanan bilgi ile model için gerekli olan bilgi arasındaki farktan doğan sorunlar yani açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusallık problemleri giderilmiş ve tahmincilerin etkinliği artmış olur.
- Panel veri zaman ve birim boyutunu beraber içerdiği için daha karmaşık modellerin kurulmasına imkân tanımaktadır. Panel veri zaman ve kesit boyunca farklı olan gözlenemeyen heterojen etkilerin bağımlı değişken üzerindeki olası etkilerini de hesaba katmaktadır. Yeteri kadar uzun panel veri analizleri gecikmeli değerlerin modele dahil edildiği durumlarda bile doğrusallık sorunlarının üstesinden gelebilmekte ve dinamik analizlere olanak tanımaktadır.

Panel veri analizinde sayılan avantajların yanında birtakım dezavantajlarda mevcuttur:

- Bahsi geçen faydaların yanında panel veride dışlanan değişkenler nedeniyle hata terimi ve bağımsız değişkenler arasında korelasyon oluşabilir ve bu sapmalı sonuçlara neden olabilir. Bağımlı değişkeni açıklamakta önemli etkiye sahip açıklayıcı değişkenlerin dışlanması, diğer açıklayıcı değişkenlerle hata teriminin korelasyonlu olmasına neden olmaktadır. Katı dışsallığın sağlanamadığı durumlarda panel tahmincilerinin tutarsız olma durumları vardır.(Pesaran, 2016)
- Aynı zamanda yatay kesit bağımlılığı durumunda, klasik panel tahmincilerinin hatalı çıkarım ve tutarsız tahmincilere sebebiyet vermesi muhtemeldir. Diğer bir

dezavantaj ise panel veri elde etmekte yaşanan zorluklardır; özellikle az gelişmiş ülkelerde tutarlı anketlere ve veri setlerine ulaşım imkânı sınırlıdır. Anket katılımcılarının cevaplar konusunda duyarsızlığı ve verilerde boşluk olması ciddi ölçüm hatalarına ve yanlış sonuçlara gidilmesine neden olabilir.

#### **4.5. Yatay Kesit Bağımlılığı**

Geleneksel Panel veri literatüründe birimlerin birbirleri ile korelasyonsuz olduğu, diğer bir ifade ile yatay kesit bağımlılığı göstermedikleri ve homojen eğimlere sahip oldukları kabul edilmekte idi. Birim bazlı farklılıklar sabit ve rassal etkili modellerde, birim bazlı heterojen katsayılar ile sağlanabilmekteydi. Mikro panellerde yani birim sayısının fazla olduğu ancak zaman boyutunun kısıtlı olduğu modellerde yatay kesit bağımlılık sorunu dikkat çekmezken; veri toplama alanındaki gelişmelerle hem zaman hem birim bazında ulaşılabilir veri artışı ile mikro paneller, zaman boyutunun da arttığı makro panellere dönüşmüştür. Bu durumda yatay kesit bağımlılığının görmezden gelinmesi analizlerde yanlış sonuçlar, tutarsız tahmin ve çıkarım hataları yapılmasına neden olabilmektedir(Pesaran, 2015:750-751).

Yatay kesit bağımlılığına neden olan etmenler çok farklı olabilmekle beraber; firma bazlı analizlerde firmaların benzer politik, bölgesel, teknolojik şoklara ve değişiklere maruz kalmaları, ülke bazlı düşünüldüğünde ise küreselleşme, ticaret ve finans ağlarının entegrasyonunun artması gibi sebeplerle panel verideki birimlerin aynı şoklara benzer tepkiler vermesi sebep olarak gösterilebilir (De Hoyos & Sarafidis, 2006:482-483). Yatay kesit bağımlılığının; gözlenemeyen veya ihmal edilen ortak faktörlerden, mekânsal etkilerden veya sosyoekonomik etkileşimden kaynaklandığı bu durumlarda klasik tahminciler verimsiz ve standart hatalar yanlış olacaktır.

Tüm bu nedenlerle panel veri analizine başlamadan önce birimlerin şoklara verdiği tepkilerin benzeşip benzeşmediğinin kontrol edilmesi gerekmektedir. Yatay kesit bağımlılığının olduğu durumlarda yapılacak birim kök testleri, eş-bütünleşme testleri ve uzun dönem tahmincilerin elde edildiği modeller farklılaşmaktadır. Yapılacak testlerin birimler arası korelasyonu dikkate alan versiyonlarını kullanmak gerekecektir.

Çalışmamızda yatay kesit bağımlılığını test etmek için dört farklı test kullanılmıştır. İlk testimiz Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilmiş test olup SUR tipi regresyon



modellerine dayanır. Lagrange çarpanı (LM) istatistiği aşağıdaki denklemde gösterildiği gibi elde edilmektedir.

$$CD_{LM1} = \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N T_{ij} \hat{\rho}_{ij}^2$$

$\hat{\rho}_{ij}$  modelin kalıntılarından elde edilen ikili(pairwise) korelasyon katsayısını ifade etmektedir. LM istatistiği  $N(N-1)/2$  serbestlik derecesinde  $\chi^2$  dağılımı göstermektedir. Breusch ve Pagan LM testi birim sayısının (N), gözlem sayısından (T) küçük olduğu durumlarda (N<T) kullanılabilir. Birim sayısı arttıkça testin gücü azalmakta ve hacim çarpıklığı sorunu ortaya çıkmaktadır.

İkinci testimiz ise Pesaran (2004) tarafından önerilen ve birim sayısının arttığı durumlarda daha etkin olan ölçekli (scaled) LM testidir ve yazar yaptığı simülasyonlarda birim sayısının zaman boyutundan fazla yani N>T iken önerdiği testin daha başarılı olduğunu ortaya koymuştur. Testin hesaplanması şu şekildedir.

$$CD_{LM2} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T_{ij} \hat{\rho}_{ij}^2 - 1)$$

Ancak bu test T ve N yeteri kadar büyük olduğunda asimptotik normal dağılıma sahiptir. Zaman boyutu yeteri kadar büyük olmadığında istatistik boyut bozulması sergileyecektir.

Testin bu kısıtlarından dolayı yine Pesaran (2004) tarafından birim sayısının fazla ve gözlem boyutunun az olduğu durumlarda da etkin olan bir CD testi önermiştir. Bu test LM testindeki gibi korelasyon katsayılarının kareleri yerine ikili korelasyon katsayılarının ortalamasına dayanmaktadır. CD test istatistiği gözlem sayısının  $T>K+1$ <sup>11</sup> ve N için her birim sayısında tam olarak sıfır ortalamaya sahiptir. Bu şartlar altında heterojen-homojen dinamik ve durağan olmayan panel veri analizinde geniş bir kullanım alanına sahiptir. Üçüncü testimizin hesaplanması şu şekildedir.

$$P_{CD} = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}$$

Son testimiz ise Baltagi, Feng ve Kao (2012) tarafından önerilen sapması düzeltilmiş ölçekli LM testidir. Test Pesaran (2004) ölçekli LM testinin, homojen sabit etkili

---

<sup>11</sup>  $T>K+1$  zaman boyutundaki bu kısıt homojen modeller için geçerli değildir. Test homojen modellerde her T ve N sayısında başarılıdır.

modellerde küçük zaman boyutu (T) durumunda asimptotik olarak sapmalı olduğunu göstermiş ve yaptıkları Monte Carlo simülasyonları ile kendi testlerinin bu durumlarda daha etkin olduğunu belirtmişlerdir. Test şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$LM_{BC} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (T_{ij} \hat{\rho}_{ij}^2 - 1) - \frac{N}{2(T-1)} \text{ veya}$$

$$LM_{BC} = CD_{LM2} - \frac{N}{2(T-1)}$$

Yatay kesit bağımlılığı için kullandığımız dört test için hipotezler ortaktır. Sıfır hipotezi yatay kesit bağımlılığı yoktur şeklinde kurulurken, alternatif hipotez en az bir birimde korelasyon katsayısının sıfırdan farklı olduğunu yani yatay kesit bağımlılığını ifade eder.

Hipotezler şu şekilde gösterilmektedir.

$$H_0 : \rho_{ij} = \rho_{ji} = \text{Corr}(\mu_{it}, \mu_{jt}) = 0, i \neq j \text{ için}$$

$$H_1 : \rho_{ij} = \rho_{ji} \neq 0, \text{ bazı } i \neq j \text{ için}$$

$\rho_{ij}$  momentler çarpımı korelasyon katsayısını göstermekte ve şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$\rho_{ij} = \rho_{ji} = \frac{\sum_{t=1}^T u_{it} u_{jt}}{(\sum_{t=1}^T u_{it}^2)^{1/2} (\sum_{t=1}^T u_{jt}^2)^{1/2}}$$

Yatay kesit bağımlılığını incelemeleri neticesinde birimlerin birbirleri ile olan korelasyonlarının yapılan analizlerde dikkate alınmasının tutarlı sonuçlar almak için önemli olduğu belirtilmişti. Yatay kesit bağımlılığı küresel entegrasyonun artması ile panel veri analizleri için artık bir istisna olmaktan öte dikkat edilmesi gereken bir kural haline gelmiştir. Yatay kesit bağımlılığını dikkate alan analizler için literatürde yapılan testlere ikinci nesil testler denmekte ve çalışmamızda bu duruma uygun testler kullanılmaktadır.

#### 4.6. Homojenite Testi

Klasik panel testlerinde (sabit ve rassal etkiler) çoğunlukla ilgilenilen eğim katsayılarının homojen olduğu varsayılmaktadır ve eğimlerin heterojen olduğunun göz ardı edilmesi sapmalı sonuçlara neden olabilir. Klasik modellerde eğimlerin homojenliğinin kontrolü

için havuzlanmış EKK tahmincisinden elde edilen kalıntı kareleri toplamı ile birim etkili sabit modelden elde edilen kalıntı karelerine farkı ile uygulanan F testi çokça kullanılmaktadır. Ancak burada yapılan sabit varyans ve otokorelasyonsuzluk varsayımı oldukça kısıtlayıcıdır; panelde bu sorunlar olmasa bile F-testi  $N < T$  durumları için uygundur.

SUR tipi tahminciler ise birim sayısının az (5-10) ve zaman boyutunun fazla olduğu durumlarda heterojenlik ve yatay kesit bağımlılığı problemlerinin çözümünde yeterli olurken birim sayısının arttığı durumlarda etkinliğini kaybetmektedir.

Pesaran ve Yamagata (2008) birim ve zaman boyutunun fazla olduğu (birim boyutunun, zamandan fazla olmasına izin veren) durumlarda etkin sonuçlar veren Swamy (1970) testine dayanan bir test önermişlerdir. Swamy (1970)'nin panel veriye uyarlanmış halini ifade eden delta testinin ( $\hat{\Delta}$ ) birimlere özgü standart hataları EKK yöntemi ile hesaplanırken,  $\hat{\Delta}_{adj}$  ile gösterilen testte standart hatalar havuzlanmış sabit etkiler modeli ile tahmin edilmiştir. Zaman ve birim boyutunun yeterince fazla olduğu durumda her iki testte normal dağılıma sahip olmakla beraber  $\hat{\Delta}$  testi ( $\sqrt{N}/T \rightarrow 0$ ) zaman boyutunun fazla olmasını gerektirir.  $\hat{\Delta}_{adj}$  testinde ise zaman boyutunun kısıtı daha da yumuşatılmış ve düşük gözlem sayılarının olduğu testler için uygun hale getirilmiştir ( $\sqrt{N}/T^2 \rightarrow 0$ ). Swamy ve Pesaran delta testlerinin gösterimi aşağıdaki gibidir.

$$\hat{S} = \sum_{i=1}^N (\hat{\beta}_i - \hat{\beta}_{WFE}) \frac{X_i' M_i X_i}{\sigma_i^2} (\hat{\beta}_i - \hat{\beta}_{WFE}) \rightarrow \hat{\beta}_{WFE} \text{ eğim parametresinin havuzlanmış}$$

sabit etkiler modeliyle tahminini göstermektedir.

$$\tilde{\Delta} = \sqrt{N} \frac{N^{-1} \tilde{S} - k}{\sqrt{2k}} \rightarrow \sqrt{N}/T \rightarrow 0 \text{ N ve T yeteri kadar büyük ve hata terimlerinin normal}$$

dağıldığı durumlarda

$$\tilde{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \frac{N^{-1} \tilde{S} - E(\tilde{z}_{iT})}{\sqrt{Var(\tilde{z}_{iT})}} \rightarrow \sqrt{N}/T^2 \rightarrow 0 \text{ Küçük örneklem için normal dağılımın}$$

bozulduğu durumlarda etkinliği artırmak için, ortalama ve varyans sapması düzeltilmiş versiyon.

Blomquist ve Westerlund (2013), Pesaran delta testinin birçok uygulamada otokorelasyon ve değişen varyans hatası verdiğini belirtmiştir. Güncelledikleri delta testinin ( $\hat{\Delta}_{HAC}$ ) değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının genel formları için dirençli sonuçlar verdiğini göstermişlerdir. Zaman boyutunun az olduğu durumlarda Pesaran delta testinin daha güçlü sonuçlar verdiğini belirtseler de T ve N yeteri kadar büyükken Blomquist ve Westerlund (2013) önerdiği delta testinin sonuçlarının daha güçlü olduğunu yaptıkları simülasyonlarda göstermişlerdir.

Çalışmamızda Pesaran ve Yamagata (2008) delta testleri ve Blomquist ve Westerlund (2013) önerdiği güncellenmiş delta testleri kullanılmıştır. Testlerin sonuçlarına göre yapılacak analizlerde homojen ve heterojenliği dikkate alınan analizler tercih edilmiştir. Her iki testin sıfır hipotezi, eğim katsayılarının homojenliği üzerine kurulmuştur ve gösterimi şu şekildedir.

$H_0 : \beta_{2i} = \beta_2$  tüm birimler için eğim (Eğim katsayıları homojendir)

$H_0 : \beta_{2i} \neq \beta_2$  bazı birimler için (Eğim katsayıları heterojendir)

#### **4.7. Birim Kök Testi**

Birim boyutunun az zaman boyutunun fazla olduğu panel veri modellerinde SURE tipi tahmincilerin yeterli olduğunu belirtmiştik ancak birim sayısı ve zaman boyutunun arttığı modellerde serilerin durağanlığının sınanması önemli hale gelmektedir.

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellikler, serinin geçmiş dönemde aldığı değerlerden yani şoklardan etkileniyorsa ve bu şoklar kalıcı ise bu seriye birim köklü seri denmektedir. Birim köklü seriler dikkate alınmadan yapılan analizlerde elde edilen ilişkiler sahte regresyona neden olmaktadır. Serilerin farkının alınarak durağanlaştırılıp analize dahil edildiği durumlarda ise şokların etkilerinin yanında, uzun dönem ilişkisinin tespiti için gerekli bilgilerde yok olacaktır. Bu sebeple durağan olmayan serilerin uzun dönem ilişkisinin tespitinde eş-bütünleşme yöntemleri kullanılarak uzun dönemli ilişki tahmin edilmeye çalışılır.

Zaman serisi literatüründe ortaya çıkan birim kök ve eş-bütünleşme yaklaşımı, panel veri literatüründe de son yıllarda sıkça kullanılmaktadır. Breitung ve Pesaran (2008) birim kök ve eş-bütünleşme analizlerinin panel veride de kullanılmasının en önemli avantajının

sağladıkları istatistiksel güç olduğunu belirtmişlerdir. Nitekim ilk birim kök testlerinden olan Dickey-Fuller testi gelişmiş ülkeler için reel döviz kurunu birim köklü bulmakta bu da satın alma gücü paritesi yaklaşımını geçersiz kılmaktaydı. Ancak panel birim kök testleri ile reel döviz kuru durağan olarak bulunmuş ve satın alma gücü hipotezi doğrulanmıştır.

Panel birim kök testleri neticesinde serilerin birim köklü  $I(1)$  olması durumunda uzun dönem tahminçiler için eş-bütünleşme yöntemleri kullanmak gerekecektir. Bu modeller uzun dönem iktisadi ilişkileri inceleyen makroekonomik ve finansal veriler için uygundur.

Panel birim kök testleri, zaman serisine göre daha güçlü sonuçlar verse de birimlerin heterojenliği, yatay kesit bağımlılığı gibi sorunlar analizleri zorlaştırmaktadır. Birim kök testlerinde kurulan hipotezlerde, temel hipotezin zıddı en az bir birimin birim köklü olduğu üzerinedir. Bu genel kabul ile kaç birimin durağan, kaç birimin birim köklü olduğu göz ardı edilmektedir. Her ne kadar gelişmekte olan bir literatür olsa da çalışmamızda yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ve heterojen panellerde kullanılabilen, ikinci nesil testlerden olan Pesaran (2007) panel birim kök testi kullanılmıştır.

Pesaran (2007) panel birim kök testi standart ADF regresyonuna dayanmaktadır. Yatay kesit bağımlılığını yok etmek için birimlerin gecikmeli değerlerinin yatay kesit ortalamaları ile birinci farkları modele eklenmiştir. Yatay kesit genişletilmiş ADF istatistikleri ile birimlere özgü CADF istatistikleri elde edilmektedir. Birimlere özgü sonuçlar ise Im, Pesaran, ve Shin (2003) tarafından önerilen değiştirilmiş t-bar testini elde etmek için kullanılmaktadır. Bireysel CADF istatistiklerinin basit ortalamaları ile panelin geneli için yatay kesit genişletilmiş IPS (CIPS) istatistikleri elde edilmektedir.

CADF denklemi şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$\Delta y_{it} = a_i + b_i y_{i,t-1} + c_i \bar{y}_{t-1} + d_i \Delta \bar{y}_t + e_{it} \quad , \quad \bar{y}_t \text{ yatay kesit ortalamalarını ifade etmektedir.}$$

Pesaran (2007) otokorelasyonun olmadığı durumda,  $\bar{y}_t$  ve  $\bar{y}_{t-1}$  in modele dahil edilmesinin gözlenemeyen ortak faktörlerin etkilerini incelemek için yeterli olduğu belirtilmiştir. Otokorelasyon olduğu durumda ise modele yatay kesit ortalamalarının gecikmeleri eklenerek model genişletilmektedir.

Birim bazında yatay kesit genişletilmiş Dickey-Fuller istatistikleri (CADF) hesaplandıktan sonra, değişkenlerin gecikmeli değerlerinin t istatistiklerinin basit ortalaması alınarak yatay kesit genişletilmiş IPS (CIPS) istatistiği elde edilmektedir.

$$CIPS = N^{-1} \sum_{i=1}^N CADF_i$$

Birim bazlı değerlerin basit ortalaması ile hesaplanan CIPS istatistiği birim (N) ve gözlem (T) sayıları fazla olduğunda oldukça tutarlı sonuçlar vermektedir. Ancak zaman boyutu azaldığında ortaya çıkması muhtemel sorunlar için Pesaran (2007) kesikli CIPS\* istatistiğini önermiş ve bu hesaplama tekniğinin rahatsızlık veren parametreler (nuisance parametres) içermediğini belirtmiştir. Çalışmamızda kesikli CIPS\* istatistiği sonuçları raporlanacaktır.

CADF ve CIPS testlerinin sıfır ve alternatif hipotezleri şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$H_0 : \beta_i = 0 \text{ tüm birimler(i) için}$$

$$H_1 : \beta_i = 0, i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N \text{ veya } \beta_i < 0, i = 1, 2, \dots, N_1$$

Sıfır hipotezi homojen durağan durumu ifade ederken, alternatif hipotez birim köklü durumu ifade etmektedir.

#### **4.8. Panel Eşbütünleşme Testleri**

Durağan olmayan verilerle yapılacak analizlerde yaşanan sahte regresyon problemi, panel veri içinde geçerlidir. Özellikle bağımlı değişkenin düzeyde durağan olmadığı durumlarda bu duruma uygun analizlerin tercih edilmesi gerekmektedir. Birim köklü seri, yaşanan şokların kalıcı olduğunu ifade etmektedir. Fark alınarak yapılan analizlerde ise trendin kaybolması uzun dönemli ilişkinin tespitini zorlaştırmakta ve sahte regresyona sebep olmaktadır.(Tatoğlu, 2017:189-190)

Bu durumdaki veriler için eşbütünleşme ilişkisine bakılarak eğer eşbütünleşik iseler uzun dönemli ilişkinin tahmini yapılabilmektedir. Düzeyde durağan olmayan serilerde eşbütünleşme ilişkisinin bulunması, dışsal şoklara benzer tepkiler verdikleri anlamına gelmektedir. Seriler eşbütünleşik iseler uzun dönemde benzer bazı eğilimlere sahip olmaları gerekir.

Çalışmamızda Westerlund & Edgerton (2007) ve Westerlund (2008) tarafından önerilen iki farklı eşbütünleşme testi kullanılmıştır.

Westerlund & Edgerton (2007) panel eşbütünleşme testi, McCoskey ve Kao (1998) tarafından önerilen kalıntı temelli Lagrange çarpanı eşbütünleşme testine dayanmaktadır. Kao testinin küçük örneklem ve yatay kesit bağımlılığını dikkate almama sorunu Westerlund tarafından dikkate alınıp bootstrap teknikleri kullanılarak giderilmiştir.

$LM_N^+ = \frac{1}{NT^2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{\omega}_i^{-2} S_{it}^2$  Kao Lagrange çarpanı istatistiğini göstermektedir. N ve T

sırasıyla birim ve zaman boyutunu göstermektedir.  $\hat{\omega}_i$  ve  $S_{it}$  ise sırasıyla hata terimlerinin uzun dönemli varyansını ve kısmi toplamını göstermektedir. Westerlund yatay kesit bağımlılığı sorununu düzeltmek için kritik değerlerin filtrelenmiş bootstrap tekniği ile hesaplanmasını önermiştir. Yeterli sayıda yapılan bootstrap prosedürlerinden en küçük yüzde beşlik dağılıma sahip olan kritik değerler kullanılarak hesaplanan kritik değerlerle, yatay kesit bağımlılığı sorunu giderilmiştir. Westerlund (2007) eşbütünleşme testinin sıfır hipotezi eş bütünleşme var olarak kurulmuştur.

Westerlund & Edgerton (2007) tarafından önerilen testin sonuçlarının sağlamasını yapmak için yine Westerlund (2008) tarafından önerilen ve simülasyonlarda diğer testlere göre oldukça başarılı olduğu belirtilen Durbin-Hausman panel eşbütünleşme testi de yapılmıştır. Yatay kesit bağımlılığını dikkate alan test, bağımlı değişkenin birim köklü olması koşulu ile bağımsız değişkenlerin durağan veya birim köklü olmasına izin vermektedir. Durbin-Hausman eşbütünleşme testi grup ve panel olarak iki ayrı sonuç vermektedir. Grup testinde oto-regresif parametrelerin yatay kesit birimlerine göre farklılaşmasına izin verilmekte ve heterojenliği dikkate almaktadır. Panel test istatistiği ise oto-regresif parametrelerin tüm birimler için aynı olduğu, homojenliğin kabulüyle sonuçları vermektedir. Sıfır hipotezi her iki test istatistiği için eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı şeklinde kurulmaktadır. Ancak grup istatistiklerinde sıfır hipotezinin reddedilemediği durumda bazı birimlerde eşbütünleşme ilişkisi vardır denirken, panel istatistiğinde tüm panel için eşbütünleşme vardır denmektedir. Test istatistiklerinin gösterimi aşağıdaki gibidir.

$$DH_g = \sum_{i=1}^n \hat{S}_i (\tilde{\phi}_i - \hat{\phi}_i)^2 \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it-1}^2$$

$$DH_p = \hat{S}_n (\tilde{\phi} - \hat{\phi})^2 \sum_{i=1}^n \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it-1}^2$$

#### 4.9. Uzun Dönem Panel Eş-Bütünleşme Katsayısı Tahmincileri

Panel eşbütünleşme testlerinde uzun dönemli ilişki bulunmuşsa tahminciler bu duruma uygun seçilmelidir. Çalışmamızda uzun dönem katsayısının tahmin modeli seçilirken yatay kesit bağımlılığı ve heterojenliği dikkate alan Pesaran (2006) ortak korelasyonlu etkiler ortalama grup (CCEMG) ve Eberhardt ve Teal (2010) tarafından önerilen genişletilmiş ortalama grup (AMG) tahmincileri kullanılmıştır.

##### 4.9.1. CCEMG Tahmincisi

CCEMG modeli, birim ve zaman boyutunun fazla olduğu panel veri modellerinde eğim parametrelerinin heterojenliğini dikkate almaktadır. T ve N yeteri kadar büyük olduğunda veya N büyük T küçük durumunda yansız sonuçlar vermektedir. Böylece birim bazlı etkiler incelenebilir hale gelmektedir. Modelin temel özelliği gözlenemeyen ortak faktörlerin etkilerini; yatay kesit ortalamalarını modele dahil ederek ortadan kaldırmaktır. Bağımlı ve bağımsız değişkeninin yatay kesit ortalamalarının regresyona dahil edilmesi ile gözlenemeyen ortak faktörlerin etkisi elemine edilmiştir. Ayrıca model sınırlı sayıda güçlü dışsal şok (global krizler) ve sonsuz sayıda zayıf şoka (bölgesel krizler) dayanıklıdır (Chudik, Pesaran ve Tosetti, 2011).

Chudik vd. (2011)'nin zayıf ve güçlü yatay kesit bağımlılığının panel veri analizine etkilerini inceledikleri makalelerinde küçük örneklem için CCE ve Temel Bileşenler Analizi modellerini karşılaştırmış ve CCE modelinin, Temel Bileşenler Analizinin aksine birim sayısı kadar güçlü şok ve sonsuz sayıda zayıf şok durumunda dahi tutarlı sonuçlar verdiğini belirtmişlerdir. CCE modeli şu şekilde gösterilmektedir.

$y_{it} = \alpha_i' d_t + \beta_i' x_{it} + e_{it}$  Burada  $d_t$   $n \times 1$  boyutlu vektörü, sabit ve mevsimsellik gibi gözlenebilen ortak faktörleri göstermektedir.  $e_{it}$  ise çoklu faktör yapısına sahip hata terimini göstermektedir.

$e_{it} = \gamma_i' f_t + \varepsilon_{it}$  Bu denklemde  $f_t$   $m \times 1$  boyutlu vektörü gözlenemeyen ortak faktörleri göstermektedir.  $\varepsilon_{it}$  ise gözlenebilen ortak faktörler ve bağımsız değişkenlerle ilişkisiz birim bazlı hata terimini göstermektedir. CCE modeli ile her bir birim için ayrı ayrı



hesaplanan katsayıların basit ortalaması alınarak CCEMG katsayıları elde edilir ve gösterimi şu şekildedir.

$$\hat{b}_{MG} = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{b}_i$$

#### 4.9.2. AMG Tahmincisi

Uzun dönem katsayılarının tahmininde sağlama amaçlı kullandığımız ikinci yöntem Eberhardt & Teal (2010) tarafından geliştirilen AMG tahmincisidir. AMG tahmincisi CCEMG tahmincisine alternatif olarak geliştirilmiştir. İki yöntem arasındaki temel fark gözlemlenemeyen ortak faktörlerin CCE modelinde rahatsızlık parametresi olarak ele alınması iken AMG tahmincisinde bu faktörlerin ortak dinamik sürecin içinde olduğu ve tahmin edilebileceğinin kabulündedir.

AMG tahmincisi ülkeler arası faktör verimliliği farklarını daha anlamlı bir zemine oturtmak için geliştirilmiştir. Yöntem her ülkeyi ayrı ayrı ele alma imkânı vermektedir. Böylece üretim teknolojisinin heterojenliğine izin verilerek ülkeler arası emek verimliliği farklarının anlaşılmasında önemli bir imkân sağlamaktadır. Tahminci yatay kesit bağımlılığı ve içsellik gibi sorunlara karşı da dirençlidir.

AMG tahmin süreci üç aşamadan oluşmaktadır.(Eberhardt, 2012)

Birinci aşamada T-1 kukla değişkeni ile artırılmış havuzlanmış model, birinci farklar yöntemi (FDOLS) ile tahmin edilmektedir. Buradan elde edilen zaman kukla katsayıları, tahmin edilemeyen ortak faktörleri içermekte olup böylece dinamik ortak süreci göstermektedir. Ayrıca değişenlerdeki durağan olmama sorunu da birinci farklar alındığı için ortadan kalkmaktadır.

$$1 \text{ aşama: } \Delta y_{it} = b' \Delta x_{it} + \sum_{t=2}^T c_t \Delta D_t + e_{it} \rightarrow \hat{c} \equiv \hat{\mu}_t^*$$

İkinci aşamada elde edilen katsayılar her bir birim için kurulan modele değişken olarak ya da bağımlı değişkenden çıkarılarak dahil edilmektedir. Böylece ortak süreç her birime uygulanmış olmaktadır. Böylece her birim zamanla değişmeyen sabit bir etkiye sahip olmuş olacaktır.

$$2. \text{ aşama: } y_{it} = a_i + b_i' x_{it} + c_i t + d_i \hat{\mu}_t^* + e_{it}$$

Üçüncü ve son aşamada ise MG (Mean group) yaklaşımına göre birimler bazında ortalama alınarak Panel için AMG tahmincisi elde edilmektedir

$$3. \text{ aşama: } \hat{b}_{AMG} = N^{-1} \sum_i \hat{b}_i$$

#### 4.10. Panel Nedensellik Testi

Nedensellik kavramı ilk olarak Granger (1969) tarafından geliştirilmiştir. Zaman serileri arasındaki sebep sonuç ilişkisini inceleyen yazar iki değişkenden birinin güncel değerlerinin, diğer değişkenin geçmiş değerleri ile tahmin edilip edilemeyeceğini araştırmıştır. Kurulan modelde bağımlı değişkenin geçmiş değerleri ve bağımsız değişkenin geçmiş değerleri beraberce de bulunabilmektedir. Kurulan modelde nedensellik ilişkisini aradığımız bağımsız değişkenin katsayısı sıfırdan farklı çıktığı durumda, bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasında bir nedensellik ilişkisinden bahsedebiliriz. Çünkü bağımlı değişkeni açıklamakta bağımsız değişkenin geçmiş değerleri sıfırdan farklı yani kayda değer bir etkiye sahiptir. Nedensellik analizi iki değişken arasında ilişkinin yönünün tespiti açısından önemlidir. Durağan iki seri üzerinden Granger nedensellik testini göstermek istersek:

$$y_t = a + \sum_{k=1}^K \gamma_k y_{t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_k x_{t-k} + \varepsilon_t, t = 1, \dots, T$$

$$H_0 : \beta_1 = \dots = \beta_k = 0 \quad \forall i = 1, \dots, N$$

Y'nin T zamandaki değerini açıklamakta X'in geçmiş (t-k) değerlerinin etkisini gösteren beta katsayısı sıfırdan farklı ise yani sıfır hipotezi reddediliyorsa X'ten Y'ye doğru bir nedensellikten bahsedilebilir. Modelin tersi kurularak Y'den X'e nedensellik olup olmadığı da kontrol edilerek çift yönlü olarak analiz edilebilir.

Panel veri literatürü gelişip, veri bulunabilirliği arttıkça, Granger nedensellik testinin panel için uyarlanmış versiyonları geliştirilmiştir. Öncül testler heterojenliği ve yatay kesit bağımlılığını dikkate almamakta idi ancak bu sorunların panel veri analizinde sonuçlarda ciddi sapmalara neden olabileceğini daha önce belirtmiştik. Çalışmamızda her iki sorunu da dikkate alan Hurlin & Dumitrescu (2012) tarafından geliştirilen panel nedensellik testi kullanılmıştır.

#### 4.10.1. Dumitrescu ve Hurlin Panel Nedensellik Testi

Hurlin & Dumitrescu (2012)' e göre bir ülkede iktisadi değişkenler arasında nedensellik ilişkisi bulunmakta ise büyük ihtimalle benzer ilişkiler diğer ülkeler içinde geçerlidir. Panel veri de gözlem sayısı (NT) zaman serisine göre fazla olacağı için nedensellik testi için daha elverişli bir ortam sunmaktadır. Ancak her ülkenin kendine özgü özellikleri dikkate alınmazsa sapmalı sonuçlar elde edilebilir bu sebeple hetorejenlik sorununun da nedensellik analizlerinde dikkate alınması gerekmektedir. Dumitrescu ve Hurlin heterojen panel nedensellik modeli şu şekilde gösterilmektedir.

$$y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_{ik} y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_{ik} x_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \rightarrow i = 1, \dots, N \text{ ve } t = 1, \dots, T$$

$x_{i,t}$  ve  $y_{i,t}$  iki durağan serinin  $i$  birim ve  $t$  zamandaki gözlemlerini ifade etmektedir.  $\gamma_{ik}$  ve  $\beta_{ik}$  katsayıları göstermekte olup birimler arasında değişimine izin verilmektedir ancak zamanla değişmediği yani sabit etkili olduğu varsayılmaktadır.  $K$  gecikme uzunluğunu göstermekte ve tüm birimler için sabit olduğu varsayılmaktadır. Panelde eksik veri olmaması yani dengeli panel olması gerekmektedir. Sıfır hipotezi Granger'e benzer şekilde panelde hiçbir birim için nedensellik olmadığı üzerine kurulmaktadır.

$$H_0 : \beta_1 = \dots = \beta_K = 0 \quad \forall i = 1, \dots, N$$

Ancak alternatif hipotezin kabulü için panelde bazı birimlerde nedensellik olması yeterlidir. Panel boyutunda nedensellik ilişkisinin hesaplanması için birimler bazında elde edilen sonuçlara uygulanan F testleriyle bireysel Wald istatistikleri elde edilir. Elde edilen Wald istatistiklerinin ortalaması alınarak panel boyutunda hesaplama yapılmış olur. (Lopez ve Weber, 2017)

$$\bar{W} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N W_i$$

Dumitrescu ve Hurlin panel nedensellik testi yapılan Monte Carlo simülasyonlarında yatay kesit bağımlılığı durumunda dahi başarılı sonuçlar vermiştir ancak yazar bu durumlar için bir daha güvenilir olması amacıyla kritik değerlerin bootstrap tekniği ile üretilebileceğini belirtmiştir. Çalışmamızda kritik değerler kullanılabilen en yüksek bootstrap sayısı ile üretilmiştir. Böylelikle heterojenliği ve yatay kesit bağımlılığını dikkate alan bir panel nedensellik testi uygulanmıştır.

## **4.11. Ampirik Analiz Sonuçları ve Değerlendirme**

Finansal serbestleşmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkilerini incelediğimiz bu bölümde, yapılan ekonometrik analizin sonuçları, gelir gruplarına göre sınıflandırılmış ülkeler için ayrı ayrı raporlanacaktır. Yatay kesit bağımlılığı, homojenite testi, birim kök ve eşbütünleşme gibi öncül testler yapılarak katsayı tahmini ve uzun dönemli ilişkinin tespiti için uygun modeller tercih edilecektir. Uzun dönem katsayıların tahmininin yanında son olarak her bağımsız değişkenin bağımlı değişkenle olan çift yönlü nedenselliğine bakılarak raporlanacaktır. Çalışmada daha önce de belirtildiği gibi finansal açıklık iki farklı hesaplama ile ölçülmüştür. Bu sebeple sadece finansal açıklık göstergesinin değiştiği iki model oluşturulmuştur.

### **4.11.1. Yüksek Gelirli Ülke Grubunda Ampirik Bulgular**

#### **4.11.1.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları**

Ülkeler arasındaki ticaret ve finans bağları arttıkça yaşanan olumlu veya olumsuz şoklar aynı şekilde her ülkeyi etkilemektedir. Küreselleşme olarak nitelendirilen bu durumun en önemli boyutlarından biri de iktisadi boyutudur ve hızlı şekilde artmaya devam etmektedir. Ülke borsaları birbirinden etkilenmekte, emtia fiyatlarındaki değişim her ülke piyasasındaki dinamikleri hızlıca değiştirmektedir.

Çalışmamızda kullandığımız değişkenler makro ekonomik göstergeler olduğu için uluslararası şokların bu göstergeleri benzer şekilde etkileyeceği beklenmektedir. Özellikle yüksek gelir grubuna dahil ülkelerde uluslararası ticaret ve finansın toplam ekonomik faaliyet içindeki paylarının fazla olması nedeniyle yatay kesit bağımlılığı yüksek seviyede beklenmektedir.

Yüksek gelirli ülkeler grubunda 27 ülke ve 36 yıllık bir zaman diliminde çalışılmıştır. Zaman boyutunun, birim sayısından ( $N < T$ ) büyük olduğu durumlarda yaptığımız yatay kesit bağımlılığı testlerinin tamamı etkin sonuç vermektedir. Ancak zaman boyutunun parametre sayısından büyük olduğu durumda birim sayısından bağımsız şekilde homojen ve heterojen modeller için etkin sonuçlar veren Pesaran (2004) P-CD testini dikkate alabiliriz.

Daha önce bahsedilen dört farklı yatay kesit bağımlılığı testi değişkenlere ve kurulan her iki modele de uygulanmıştır. Tablo 3.'de yüksek gelirli ülke grubu için değişkenler ve modellerin kalıntılarına uygulanan yata kesit bağımlılığı test sonuçları raporlanmıştır. Yapılan testlerin neredeyse tamamına yakını hem değişkenler hem de modeller için yatay kesit bağımlılığı olduğu sonucunu vermiştir. “*Yatay kesit bağımlılığı yoktur*” şeklinde kurulan sıfır hipotezi %1 anlamlılık seviyesinde reddedilmiştir.

Yatay kesit bağımlılığı altında yapılacak analizler genel olarak ikinci nesil testler olacaktır. Çalışmamızda yüksek gelir grubu için çıkan sonuca göre yapılacak birim kök, eşbütünleşme, katsayı tahmini ve nedensellik testleri yatay kesit bağımlılığını dikkate alan testlerle yapılacaktır.

**Tablo 3:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Değişkenler		CD <sub>LM1</sub>	CD <sub>LM2</sub>	LM <sub>BC</sub>	P-CD
lnGdpPc	Test-ist.	34749.49*	622.8026*	622.0312*	164.3281*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Info	Test-ist.	24091.31*	423.5757*	422.8042*	123.5333*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Info2	Test-ist.	4169.408*	144.1165*	143.7308*	-0.759306
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.4477)
lnfdx	Test-ist.	21554.72*	376.1607*	375.3893*	108.9238*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lninf	Test-ist.	8081.970*	124.3226*	123.5512*	64.11065*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Into	Test-ist.	14719.17*	248.3878*	247.6164*	67.01505*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lnlife	Test-ist.	41899.84*	756.4599*	755.6885*	191.0910*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 1	Test-ist.	17803.88 *	306.0485 *	305.2770*	3.287143 *
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 2	Test-ist.	2594.068*	84.65915*	84.27343*	-0.085314
		(0.0000)	0.0000)	0.0000)	(0.9320)

**Not:** \* %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.  $CD_{LM1}$  Breusch and Pagan (1980) LM testini,  $CD_{LM2}$  Pesaran (2004) scaled LM testini,  $LM_{BC}$  Baltagi, Feng, ve Kao (2012) bias-corrected scaled LM testini ve P-CD Pesaran (2004) CD testini ifade etmektedir.

#### 4.11.1.2. Homojenite Testi Sonuçları

Homojenite testi ülkelerin kendine has özelliklerinin olup olmadığını ve bunun panele etkisini göstermektedir. Bunu sabit ve eğim katsayılarının birimlere göre homojen veya heterojenlik belirlemektedir. Eşbütünleşme analizi öncesi eğim parametresinin homojen veya heterojen olup olmadığının tespiti kullanılacak yöntemler açısından belirleyici olacaktır.

$\hat{\Delta}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj}$  Pesaran ve Yamagata (2008)'nın Swamy (1970) testinin panel veriye uyarlanmış versiyonunun sonuçlarını göstermektedir. Delta testi birim sayısının zaman boyutuna göre fazla olmasını gerektirirken, düzeltilmiş delta testinde bu kısıt yumuşatılmıştır. Yapılan test sabit etkili ve her kesite özgü yapılan EKK tahminlerinin farklarına dayanmaktadır. Fark yeteri kadar büyük ise eğim homojenliği sıfır hipotezi reddedilmektedir.

Blomquist ve Westerlund (2013)'un önerdiği  $\hat{\Delta}HAC$  ve  $\hat{\Delta}HAC_{adj}$  Pesaran ve Yamagata (2008) delta testinin otokorelasyon ve değişen varyans hatalarına dirençli versiyonunu göstermektedir. Değişkenlerde ve hata teriminde yatay kesit bağımlılığı durumuna dirençli tahminler oluşturmak için ise her testte Bersvendesen & Ditzgen (2020) önerisi ile yatay kesit ortalamaları modele dahil edilmiştir.

Tablo 4'teki sonuçlara göre yüksek gelirli ülke grubunda kurulan her iki modelde "*Eğim katsayıları homojendir*" şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiştir. Bu durumda ülkelerin kendilerine has özelliklerinin modele yansıdığı gözükmektedir. Yapılacak analizlerde eğim katsayıların heterojen olması durumunu dikkate alan testler kullanılacaktır.

**Tablo 4:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu Homojenite Testi Sonuçları

Testler		$\hat{\Delta}$	$\hat{\Delta}_{adj.}$	$\hat{\Delta}HAC$	$\hat{\Delta}_{adj.} (HAC)$
Model 1	Test-ist.	9.183*	10.487*	25.171*	28.045*
	p değeri	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 2	Test-ist.	6.705*	8.039*	56.261*	62.684*
	p değeri	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

$\hat{\Delta}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj.}$  Pesaran ve Yamagata (2008) delta testlerini,  $\hat{\Delta}HAC$  ve  $\hat{\Delta}HAC_{adj.}$  Blomquist ve Westerlund (2013) delta testlerini ifade eder.

#### 4.11.1.3. Pesaran CIPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Yüksek gelirli ülke grubu için yapılan Pesaran CIPS Panel birim kök testi sonuçları aşağıda raporlanmıştır. CIPS birim kök testi yatay kesit bağımlılığını dikkate almakta ve heterojen paneller için kullanılabilir; bu bakımdan verilerimiz için uygun bir testtir. Birim kök testi uygulanırken gecikme uzunluğu seçimi tutarlı tahminler için önem arz etmektedir. Geçmiş değerlerin modele dahil edilmesi, gelecek tahmini için daha tutarlı sonuçlar almamızı sağlayacaktır. Az sayıda gecikme eklemek, dışlanmış değişken sapmasına (omitted variable bias), çok sayıda gecikme eklemek ise serbestlik derecesi kaybına neden olabilir. Chudik ve Pesaran (2015) gecikme uzunluğu belirlemenin verilerin yapısına, kullanılan modellere göre değişebileceğini ve en doğru seçimi yapmanın zor olduğuna vurgu yapmışlardır. Ancak yine de yaptıkları Monte Carlo simülasyonları ile  $p_T = [T^{1/3}]$  formülü ile maksimum gecikme uzunluğunun sınırlanabileceğini ifade etmişlerdir. Bu formüle göre gecikme uzunluğumuz 3 olarak belirlenmiştir. Ancak yine Chudik ve Pesaran (2015)'in tavsiyesi ile 1 ve 9 arasında farklı gecikme uzunlukları da incelenmiş ve sonuçlarda ciddi bir değişiklik olmadığı tespit edilmiştir. Kullandığımız test her bir birim için 0'dan tarafımızca belirlenmiş maksimum gecikme uzunluğu sayısına kadar F testi yapmakta ve uygun gecikme uzunluğunu her bir birim için belirlemektedir.

Yüksek gelirli ülke grubu için yapılan test sonuçları Tablo 5'te raporlanmıştır. Her bir değişken için sabitli ve sabitli trendli model için sonuçlar ayrıca raporlanmıştır. Birim

bazlı grafik incelemesi ile aşikâr bir trend ile karşılaşılmış ise trend içeren sonuçlar kabul edilmiştir. Grafik incelemesine göre verilen karar koyu renkle ifade edilmiş ve nihai olarak birim köklü (I(1)) veya durağan (I(0)) kararı tablonun son sütununda raporlanmıştır.

Sonuçlara göre bağımsız değişkenler lnfdx ve lninf dışındaki tüm değişkenler birim kök içermektedir. Özellikle bağımlı değişkenin birim köklü olması eşbütünleşme analizi yapılabilmesi için önem arz etmektedir.

**Tablo 5:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzyey(Sabitli Model)	Birinci Fark alınmış	Düzyey (Sabitli ve Trendli Model)	Birinci Fark alınmış	Durağanlık Mertebesi
lnGdpPc	-2.143	-3.707*	<b>-2.350</b>	<b>-4.135*</b>	I(1)
Info	-1.869	-4.614*	<b>-2.288</b>	<b>-4.727*</b>	I(1)
Info2	<b>-1.397</b>	<b>-4.866*</b>	-2.077	-5.129*	I(1)
lnfdx	-2.575*		<b>-2.859*</b>		I(0)
lninf	-3.918*		<b>-3.874*</b>		I(0)
lnto	-2.255**		<b>-2.493</b>	<b>-4.835*</b>	I(1)
lnlife	-2.297**		<b>-2.569</b>	<b>-5.523*</b>	I(1)

Not: \* %1 ve \*\* %5 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

#### 4.11.1.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Durağanlık varsayımını sağlamayan değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin araştırılması için verilerimize iki farklı eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Eşbütünleşme testi öncesinde yatay kesit bağımlılığı ve homojenite testi yapılarak, yüksek gelirli ülke grubunda hem yatay kesitin varlığı hem de eğim parametrelerinin heterojen olduğu tespit edilmiştir. Bu duruma uygun ikinci nesil eşbütünleşme testlerinden Bootstrap ve Durbin-Hausman eşbütünleşme testleri uygulanmıştır.

Bootstrap panel eşbütünleşme testi kritik değerlerin öz çıkarıma dayanması sebebiyle yatay kesit bağımlılığına oldukça dirençli sonuçlar vermektedir. Bu test otokorelasyona ve değişen varyansa dirençli olmakla birlikte küçük örneklerde dahi iyi sonuçlar



vermektedir. Testin sıfır hipotezi eş bütünleşme vardır şeklinde kurulmuştur bu durumda sadece finansal açıklık göstergesinin değiştiği model 1 ve model 2 için hem sabitli hem sabit ve trendin olduğu modellerde yüzde 1 anlamlılık düzeyinde sıfır hipotezi reddedilememiştir. Bu durumda eşbütünleşme ilişkisinin varlığı gözükmemektedir. Model 1 ve 2 için kişi başına büyüme ile finansal açıklık ve diğer değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiş ve serilerin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

**Tablo 6:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu Bootstrap Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TESTLER	LM istatistiği	Bootstrap P-değeri
LM Bootstrap (Model 1)		
Lm Statistic (Sabitli Model)	9.545	0.999*
Lm Statistic (Sabitli ve Trendli Model)	16.301	0.874*
LM Bootstrap (Model 2)		
Lm Statistic (Sabitli Model)	10.748	0.983*
Lm Statistic (Sabitli ve Trendli Model)	16.052	0.962*

**Not:** Bootstrap yinleme sayısı 10000 olarak alınmıştır. \* %1 anlam düzeyinde sıfır hipotezinin reddedilemediğini göstermektedir.

Uzun dönemli ilişkinin sınanması için yapılan ikinci testimiz Durbin-Hausman panel eşbütünleşme testidir. Bu test aynı şekilde yatay kesit bağımlılığı ve eğim hetorejenliğini dikkate alırken bağımlı değişkenin birim köklü olması koşuluyla diğer değişkenlerin birim köklü veya durağan olması durumunda da tutarlı sonuçlar vermektedir. Durbin Hausman testinde Group ve Panel olarak iki ayrı istatistik raporlanmıştır. Panel istatistiği için eşbütünleşme yoktur şeklindeki sıfır hipotezi reddedildiğinde, katsayıların ülkeler arasında değişmediği varsayımından hareketle panelin tamamında eşbütünleşme ilişkisinin varlığına işaret eder. Group istatistiğinde ise eşbütünleşme yoktur hipotezi reddedildiğinde, katsayıların birimler arasında değişmesine izin verildiği için en azından bir birimde eşbütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılır. Katsayıların heterojen

bulunduğu modellerde grup istatistikleri dikkate alınması daha doğru sonuçlara ulaşılmasını sağlayacaktır.

Yüksek gelir grubuna uygulanan Durbin-Hausman eşbütünleşme testinde sadece finansal açıklık göstergesinin değiştiği model 1 ve 2 için hem grup hem panel istatistiklerinde yüzde 1 anlamlılık düzeyinde sıfır hipotezi reddedildiği için değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisine rastlanmıştır diyebiliriz. Yüksek gelir grubu için yapılan her iki eşbütünleşme testi de kişi başı gelir ile finansal açıklık ve diğer değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğuna işaret etmektedir. Katsayılarımız heterojen olduğu için sadece grup istatistiklerini dikkate alırsak yüksek gelir grubu ülkeleri için değişkenler arasında uzun dönemli ilişki en azından bazı ülkeler için mevcuttur şeklinde yorumlamak daha doğru olacaktır.

**Tablo 7:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu Durbin Hausman Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

<b>TESTLER</b>	<b>Test istatistiği</b>	<b>P-değeri</b>
Durbin Hausman (Model 1)		
Durbin Hausman Group	5.159	0.000*
Durbin Hausman Panel	4.547	0.000*
Durbin Hausman (Model 2)		
Durbin Hausman Group	3.814	0.000*
Durbin Hausman Panel	6.454	0.000*

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Heterojen panellerde group istatistikleri dikkate alınmalıdır.

#### **4.11.1.5. Parametre ve Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayısı Tahmini**

Yüksek gelirli ülke grubu için kurulan ilk modelimiz Pesaran (2006) tarafından önerilen yatay kesit bağımlılığı ve ülkelere özgü özelliklerin farklılaştığını belirten heterojenlik durumunu dikkate alan CCE (Ortak Korelasyonlu Etkiler) modelidir. Model

gözlenemeyen ortak faktörlerin etkilerini değişkenlerin yatay kesit ortalamalarının modele dahil edilmesi ile ortadan kaldırmaktadır.

Tablo 8’de statik CCE modelinin sonuçları ülke bazlı olarak raporlanmış ve en alt satırda panel katsayıları belirtilmiştir. Tablo finansal açıklık göstergesinin uluslararası varlık ve yükümlülüklerin toplamının GSYİH’ya bölünmesi ile elde edilen finansal açıklık göstergesine göre (Info) raporlanmıştır. Tablonun en sağ sütunundaki Info2 ise modelin finansal açıklık göstergesinin net uluslararası varlık pozisyonunun GSYİH’ya oranlanması ile elde edilen diğer göstergemizin sonucunu ifade etmektedir ve tek sütun olarak raporlanmıştır.

Ülke bazlı sonuçlar farklılık gösterse de finansal açıklık(Info) değişkeninin panel katsayısı anlamlı ve negatif bir ilişkiye işaret etmektedir. Yüksek gelir grubu ülkeler için finansal açıklığın artması kişi başına gelirden azaltıcı bir etki göstermektedir.

Diğer panel katsayıları incelendiğinde yüksek gelirli ülke grubunda kişi başına gelir üzerinde enflasyonun negatif, ticari açıklığın ise pozitif etkileri olduğunu söyleyebiliriz.

**Tablo 8:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları

Ülkeler	lninf	Info	lnfdx	lnfo	lnlife	Info2
ABD	-0.5529*	-0.0085	-0.0317	-0.1194	1.1640	0.3528
İngiltere	-0.1008***	-0.0715	0.0892	0.0738	1.0382	-1.1106
Avusturya	-0.1961	-0.0333	0.0305	0.1307***	0.0943	1.9920
Danimarka	0.1268	0.0113	-0.0594	0.0363	-0.5527	2.8627**
Fransa	0.1297**	-0.0546**	0.0511***	0.1366*	1.6603**	1.7122
Almanya	-0.1353	-0.0167	-0.0015	0.2056*	2.7160	0.0865
İtalya	0.0532	-0.0490**	0.0133	0.1745*	0.2204	2.5774
Norveç	-0.0461	-0.0184	0.0161	0.1218***	-1.0956	-0.9784***
İsveç	0.0434	-0.0182	0.1458***	0.1892*	1.3147	1.5042
Kanada	-0.2774*	-0.0701***	0.1169	0.1728*	5.2039	1.7562
Japonya	-0.1296	0.0286	0.0347	-0.0041	1.1441	2.1561
Finlandiya	0.1469***	0.0051	0.0629	0.1677*	4.4759*	-0.1642
Yunanistan	-0.0176	-0.0153	0.0132	0.0416	-1.9682	-0.6948
İzlanda	-0.0583	-0.0322***	-0.0609	-0.0977	0.3358	0.5498
Portekiz	-0.1079	-0.0346	0.0855	0.1299**	0.5619	-0.5715
İspanya	0.1445**	-0.0951*	0.0362***	0.1994*	0.1883	0.0556
Avustralya	-0.0195	-0.1581*	0.0110	0.1941***	2.1433	1.0935
Yeni Zelanda	-0.0320	-0.0038	-0.0269	0.1871**	-1.7187	-0.4503

Şili	0.0628	-0.0059	-0.0514	0.3200*	10.4466**	0.0765
Uruguay	0.0326	-0.1256*	0.0101	0.2607*	2.9897	9.7468**
Antigua ve Barbuda	-0.0020	0.0023	-0.0197	-0.0029	-0.2657	-0.1096
Trinidad ve Tobago	0.0161	-0.0601	-0.0268	0.1180	-9.7724*	2.3173
İsrail	-0.0228	-0.1043	0.0670***	0.1149	-0.3463	0.1750
Umman	-0.0880*	-0.0320	0.0329	-0.0746	-0.5571	-4.7667
Suudi Arabistan	-0.2298*	0.0050	-0.0407	0.2162***	11.3062**	-0.3819
Güney Kore	-0.2942**	-0.0940	0.0212	-0.0081	0.2564	1.7857
Sejšeller	-0.1026**	-0.0143	-0.2198	-0.0441	-0.8455	-1.8847
<b>Panel</b>	<b>-0.0614**</b>	<b>-0.0394*</b>	<b>0.0111</b>	<b>0.1052*</b>	<b>1.1162</b>	<b>0.7292</b>

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Wald istatistiği: 45.06 (p değeri: 0.000), modelin genel olarak anlamlılığına işaret eder. CD istatistiği: 0.68(p değeri 0.4951) modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

Açıklayıcı değişkenleri dışarda tutarak sadece kişi başına gelir ve finansal açıklık değişkenlerinin CCE modeli ile tahmin ettiğimizde sonuçlarda ciddi bir değişiklik olmamakla birlikte Tablo:9'da raporlanmıştır. Lnfo değişkeni anlamlı ve negatif ilişkisini korumaya devam etmektedir. Ancak Info2 değişkeni yön ve katsayı benzer kalmakla birlikte anlamlı hale gelmektedir. Gelişmiş ülkeler için net uluslararası varlık pozisyonun milli gelire oranı ile kişi başı gelir arasında pozitif bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz. Bu sonuçlara göre açıklayıcı değişkenlerimizin modelden çıkartılması dahi finansal açıklık ile kişi başına gelir arasındaki ilişkinin yönünü etkilememesi model kurgusunun sağlıklı olduğunu göstermektedir.

**Tablo 9:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları

(Bağımlı değişken lnGdpPcC)	Model 1	Model2
	Info	Info2
Panel	-0.0159*** (0.066)	0.6470*** (-0.063)
CD Stat.	0.58 (0.5599)	0.95 (0.3412)

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir CD istatistiği modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

AMG tahmincisi (Genişletilmiş Ortalama Grup) tahmincisi, Pesaran (2006) tarafından geliştirilen CCEMG modeline alternatif olarak Eberhardt & Teal (2010) tarafından geliştirilmiştir. CCEMG modelinde gözlenemeyen ortak faktörler, rahatsızlık parametresi (nuisance) olarak ele alınırken AMG modelinde bu parametrelerin özellikle ülke bazlı çalışmalarda toplam faktör verimliliğini ifade edebileceğini ve ülkeler arası faktör verimliliğin dışlanabilmesine sebep olabileceği belirtilmektedir. Bu sebeple AMG modelinde bu parametreler ortak dinamik sürecin bir parçası olarak modele dahil edilmiştir.

Tablo 10’da yüksek gelirli ülke grubu AMG tahmin sonuçları ülke bazlı olarak raporlanmış ve alt satırda panel katsayıları belirtilmiştir. Tablo finansal açıklık göstergesinin Info olduğu modele göre raporlanmıştır. En sağ sütunda ise modelde finansal açıklık göstergesinin Info2 olarak değiştirildiği model için tek değişken raporlanmıştır. AMG modeli sonuçlarına uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranını ifade eden finansal açıklık göstergemiz Info ile kişi başına gelir arasında anlamlı ve negatif bir ilişkiye işaret bulunmaktadır. Net uluslararası varlıkların milli gelire oranını ifade eden Info2 ile kişi başına gelir arasında ise anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Sonuçlar CCEMG modeli ile benzer şekildedir. Yine diğer kontrol değişkenlerimizden enflasyonla kişi başına gelir arasında negatif bir ilişki varken ticari açıklıkla kişi başına gelir arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

**Tablo 10:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları

Ülkeler	lninf	Info	lnfdx	lnto	lnlife	Info2
ABD	-0.227**	-0.0982*	-0.0051	0.0674	2.1938**	-1.9152
İngiltere	-0.0833***	-0.0431**	0.0077	0.1467**	-1.4065	-0.5479
Avusturya	-0.0869	-0.0235	0.0107	0.0758	-0.7327	2.1661
Danimarka	-0.1288	-0.0580**	-0.0354	0.0431	-0.0248	1.7827
Fransa	0.027	-0.04	0.0166	0.0217	0.335	0.9243
Almanya	0.0327	-0.0674*	0.0221	0.1108*	1.6517	2.5875**
İtalya	-0.0555	-0.0237	0.002	0.0479	0.1182	4.2666**
Norveç	-0.0619*	-0.0518*	-0.0102	0.1486**	1.4148	-0.6339
İsveç	-0.0447	-0.0269	-0.0034	0.0873**	2.6888	0.4232
Kanada	-0.1017***	-0.0439	-0.0806	0.0864	0.3639	2.1088
Japonya	0.0604	0.0013	0.0384	0.0108	-1.9985***	3.1148
Finlandiya	0.0428	-0.0582**	0.1382*	0.1263*	0.5481	-0.3082
Yunanistan	-0.0596	-0.0297	0.0103**	-0.0153	-2.8601	-0.6863

İzlanda	-0.027	-0.0147	0.0635	0.1193	0.5953	0.3259*
Portekiz	-0.06	-0.0328**	0.0394	0.0742	0.2771	0.0813
İspanya	0.0573	-0.0856*	0.0490**	0.0930*	-0.7296	1.7406
Avustralya	-0.0312	-0.0326	-0.028	0.1699*	0.317	-0.0065
Yeni Zelanda	-0.0134	-0.0297	-0.0091	0.1296***	-0.1731	-0.033
Şili	0.0623	-0.0736**	-0.121***	0.1052	1.2081	0.5088
Uruguay	0.0702*	-0.1166*	-0.004	0.1397*	8.9947***	8.6591**
Antigua ve Barbuda	0.0743	-0.0771	0.0322	0.0218	-3.0595	2.5282***
Trinidad ve Tobago	0.0055	0.077	-0.1033**	0.0487	-7.1631*	0.8488
İsrail	-0.0009	-0.0272	0.0758**	0.0104	-0.3409	2.3431***
Umman	-0.0281***	-0.054	0.053	0.1153	-0.3249	1.1032
Suudi Arabistan	-0.0889**	-0.1161	0.0784	0.167	2.9393***	-1.5668
Güney Kore	-0.1608***	-0.0765**	0.0561	0.0005	-3.8778**	2.1011
Seyşeller	-0.0875**	0.0288	-0.098	0.012	-0.5969	-0.4089
<b>Panel</b>	<b>-0.0313**</b>	<b>-0.0479*</b>	<b>0.0121</b>	<b>0.0805*</b>	<b>0.064</b>	<b>0.8755*</b>

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Wald istatistiği: 99.55 (p değeri: 0.000), modelin genel olarak anlamlılığına işaret eder. CD istatistiği: 1.494 (p değeri 0.135) modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

İlgilenilen finansal açıklık değişkeni hariç diğer açıklayıcı değişkenler modelden çıkarılarak yapılan AMG model tahmini Tablo 11’de raporlanmıştır. Sonuçlarda anlamlılık ve yön olarak bir değişiklik olmamıştır. Bu durum model kurgusunun sağlıklı olduğuna işaret eder. Modelin yatay kesit bağımlılığı sonuçları da AMG modelinin yatay kesitsel sorunu ortadan kaldırdığını göstermektedir. Kontrol değişkenlerinin dışlandığı modele göre de Info kişi başına gelir üzerinde negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahipken Info2 pozitif bir ilişkiye işaret etmektedir.

**Tablo 11:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları

(Bağımlı değişken lnGdpPcC)	Model 1	Model2
		Info
Panel	-0.0192*	0.8241*
	(0.004)	(-0.279)
CD Stat.	0.056	0.415
	(0.955)	(0.678)

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir CD istatistiği modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

#### **4.11.1.6. Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları**

Dumitrescu-Hurlin panel nedensellik testi Granger nedensellik testine dayanmaktadır. İki durağan seri arasında aranılan ilişki bağımlı değişkeni açıklarken, bağımsız değişkenin geçmiş değerlerinin etkili olup olmadığı temel sorusuna dayanmaktadır. D-H panel nedensellik testi heterojen panel katsayılarına izin verirken ayrıca yapılan simülasyon testlerinde yatay kesit bağımlılığına dirençli sonuçlar verdiği belirtilmiştir ancak yazar yatay kesit bağımlılığı için yine bir bootstrap yöntemi de önermiştir. Hurlin & Dumitrescu (2012) önerisini uygulamaya geçiren Lopez & Weber (2017)'in metodu izlenerek ve verilerimizde yatay kesit bağımlılığının kuvvetli şekilde olmasını göz önüne alarak bootstrap kritik değerlerine dayanan p değerleri de sonuçlarda raporlanmıştır.

Yüksek gelirli ülke grubumuzda 27 ülke ve 35 yıllık bir zaman dilimi bulunduğundan yani  $T > N$  olduğundan düzeltilmiş Z istatistiği ( $\bar{Z}$ ) raporlanmıştır. Gecikme uzunlukları en fazla(max.) 3 gecikme olacak şekilde AIC kriterine göre belirlenmiş. 1 ve 3 arasında yapılan f testleri ile her modele uygun gecikme ayrı ayrı belirlenmiştir. D-H panel nedensellik testinde durağan olmayan serilerde nedensellik analizi yapılamayacağı için birim köklü seriler fark alınarak modeller kurulmuştur.

Tablo 12'de yüksek gelirli ülkeler için Dumitrescu-Hurlin panel nedensellik sonuçları raporlanmıştır. Test hipotezleri ilk sütunda belirtilmiştir ve ilk değişkenden ikincisine doğru bir nedensellik yoktur şeklinde kurulmuştur. Hurlin & Dumitrescu (2012) her ne kadar normal test istatistiklerinin özellikle  $T > N$  durumunda yatay kesit bağımlılığına dirençli olduğunu vurgulasa da burada bootstrap teknikleri ile türetilmiş kritik değerleri baz alan p değerleri yorumlanacaktır.

Yapılan analize göre finansal açıklık göstergesi olarak Info'dan kişi başına düşen gelire doğru bir nedensellik ilişkisi mevcut iken tam tersinde mevcut değildir. Diğer finansal açıklık göstergemiz olan Info2'den kişi başına gelire doğru bootstrap kritik değerleri dikkate alındığında her iki yönde de nedensellik ilişkisine rastlanamamıştır. Ancak P değeri dikkate alındığında Info2 den kişi başına düşen gelire doğru nedensellik ilişkisi gözükmektedir. Diğer açıklayıcı değişkenler incelendiğinde kişi başına gelirden enflasyona doğru, finansal gelişme endeksinden kişi başına gelire doğru, kişi başına

gelirden finansal gelişmeye doğru, ticari açıklıktan kişi başına gelire doğru, kişi başına gelirden ticari açıklığa doğru ve kişi başına gelirden yaşam beklentisine doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

**Tablo 12:** Yüksek Gelirli Ülke Grubu Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları

Hipotezler	Z-bar stat. ( $\bar{Z}$ )	P değeri	Bootstrap P değeri
$dlnfo \rightarrow dlnGDPpcC$	<b>7.3328</b>	<b>0.0000*</b>	<b>0.0010*</b>
$dlnGDPpcC \rightarrow dlnfo$	<b>1.6629</b>	<b>0.0963***</b>	<b>0.2240</b>
$lninf \rightarrow dlnGDPpcC$	1.2560	0.2091	0.4000
$dlnGDPpcC \rightarrow lninf$	10.2494	0.0000*	0.0000*
$lnfdx \rightarrow dlnGDPpcC$	<b>5.7081</b>	<b>0.0000*</b>	<b>0.0333**</b>
$dlnGDPpcC \rightarrow lnfdx$	<b>-1.7123</b>	<b>0.0868***</b>	<b>0.2567</b>
$dlnto \rightarrow dlnGDPpcC$	2.4547	0.0141*	0.0767***
$dlnGDPpcC \rightarrow dlnto$	3.9783	0.0001*	0.0333**
$dlnlife \rightarrow dlnGDPpcC$	<b>0.6967</b>	<b>0.4860</b>	<b>0.5833</b>
$dlnGDPpcC \rightarrow dlnlife$	<b>3.4052</b>	<b>0.0007**</b>	<b>0.0633***</b>
$dlnfo2 \rightarrow dlnGDPpcC$	1.9146	0.0555***	0.1200
$dlnGDPpcC \rightarrow dlnfo2$	1.0352	0.3006	0.4033

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Bootstrap döngü sayısı 1000 olarak alınmıştır.

#### 4.11.2. Üst-Orta Gelirli Ülke Grubunda Ampirik Bulgular

##### 4.11.2.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Üst-orta gelir grubu 28 ülkeden oluşmakta ve 36 yıllık bir zaman dilimi incelenmektedir. Zaman boyutunun, birim sayısından ( $N < T$ ) büyük olduğu durumlarda çalışmada kullanılan yatay kesit bağımlılığı testler etkin sonuçlar vermektedir. Ancak zaman boyutunun parametre sayısından büyük olduğu durumda birim sayısından bağımsız



şekilde homojen ve heterojen modeller için etkin sonuçlar veren Pesaran (2004) LM<sub>BC</sub> testini dikkate alabiliriz.

Değişkenlere ve her iki modelin kalıntılarına uygulanan yatay kesit bağımlılığı test sonuçları Tablo 13’de gösterilmiş olup sonuçların tamamı “*Yatay kesit bağımlılığı yoktur*” şeklinde kurulan sıfır hipotezini reddetmektedir. Bu durumda üst-orta gelir grubunu incelediğimiz değişkenler ve modeller açısından güçlü biçimde yatay kesit bağımlılığı göstermektedir. Kişi başı gelir, enflasyon, finansal ve ticari açıklık gibi makro iktisadi değişkenleri içeren modelimizde küresel şokların, her ülkenin incelenen makro iktisadi değişkenine benzer şekilde etki etmesi beklenen bir sonuçtur.

Sonuçlar dikkate alındığında hata terimlerindeki korelasyonu dikkate almayan birinci nesil testlerin sapmalı sonuçlar vermesi muhtemeldir. Bu sebeple analizimizde yatay kesit bağımlılığını dikkate alan birim kök, eşbütünleşme, katsayı tahmini ve nedensellik testleri uygulanacaktır.

**Tablo 13:** Üst-Orta Gelirli Ülke Grubu İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Değişkenler		CD <sub>LM1</sub>	CD <sub>LM2</sub>	LM <sub>BC</sub>	P-CD
lnGdpPc	Test-ist.	8674.906*	301.7556*	301.3556*	78.19391*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Info	Test-ist.	4242.210*	140.5400*	140.1400*	37.75527*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Info2	Test-ist.	2930.800*	92.84445*	92.44445*	2.446693*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0144)
lnfdx	Test-ist.	3580.071*	116.4582*	116.0582*	30.33754*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lninf	Test-ist.	1403.975*	37.31437*	36.91437*	25.31568*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Into	Test-ist.	2910.708*	92.11372*	91.71372*	16.11915*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lnlife	Test-ist.	9655.347*	337.4139*	337.0139*	85.43711*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 1	Test-ist.	5190.530*	175.0300*	174.6300*	6.306095*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

Model 2	Test-ist.	5941.832*	202.3546*	201.9546*	- 4.015022*
		(0.0000)	0.0000)	0.0000)	(0.0001)

**Not:** \* %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.  $CD_{LM1}$  Breusch and Pagan (1980) LM testini,  $CD_{LM2}$  Pesaran (2004) scaled LM testini,  $LM_{BC}$  Baltagi, Feng, ve Kao (2012) bias-corrected scaled LM testini ve P-CD Pesaran (2004) CD testini ifade etmektedir.

#### 4.11.2.2. Homojenite Testi Sonuçları

Üst-orta gelir grubu için yapılan homojenlik testi sonuçları Tablo 14’de gösterilmiştir. Pesaran ve Yamagata (2008)  $\hat{\Delta}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj.}$  testleri ve Blomquist ve Westerlund (2013) katkısıyla delta testinin otokorelasyon ve değişen varyans hatalarına dirençli versiyonlarını temsil eden  $\hat{\Delta}HAC$  ve  $\hat{\Delta}HAC_{adj.}$  sonuçları raporlanmıştır. Tüm testlerde Bersvendsen & Ditzgen (2020) önerisi ile yatay kesit ortalamaları modele dahil edilmiş ve testler yatay kesit bağımlılığına dirençli hale getirilmiştir.

Sonuçlara göre üst-orta gelir grubunda yapılan testlerde “Eğim katsayıları homojendir” şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş ve parametrelerin heterojen olduğuna karar verilmiştir. Bu durum eşbütünleşme modeli kurulurken tercih edilecek testlerde dikkate alınacaktır.

**Tablo 14:** Üst-Orta Gelirli Ülke Grubu Homojenite Testi Sonuçları

Testler		$\hat{\Delta}$	$\hat{\Delta}_{adj.}$	$\hat{\Delta}HAC$	$\hat{\Delta}_{adj.}$ (HAC)
Model 1	Test-ist.	12.237*	13.976 *	39.305*	43.792*
	p değeri	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 2	Test-ist.	13.561*	15.491*	49.714*	55.396*
	p değeri	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

$\hat{\Delta}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj.}$  Pesaran ve Yamagata (2008) delta testlerini,  $\hat{\Delta}HAC$  ve  $\hat{\Delta}HAC_{adj.}$  Blomquist ve Westerlund (2013) delta testlerini ifade eder.

#### 4.11.2.3. Pesaran CIPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Orta-üst gelirli ülke grubu için yapılan Pesaran CIPS Panel birim kök test sonuçları Tablo 15’te raporlanmıştır. CIPS panel birim kök testi yatay kesit bağımlılığını ve heterojenliği dikkate almakla birlikte zaman ve birim boyutunun farklı durumlarına karşı dirençli sonuçlar vermektedir. Modele uygun maksimum gecikme uzunluğu Chudik ve Pesaran

(2015)'in  $p_T = [T^{1/3}]$  formülüne göre 3 olarak belirlenmiştir. Ancak her birim için gecikme uzunluğu 0'dan 3'e kadar F testi ile kontrol edilmiş ve uygun olan tercih edilmiştir.

Tablo 15'te her bir değişken için sabitli ve sabit ve trend içeren modelin sonuçları ayrı ayrı raporlanmıştır. Yapılan grafik incelemesi ile belirgin bir trend görünümü mevcut ise sabit ve trendi beraber içeren model tercih edilmiştir. Tercih edilen model koyu renkle vurgulanmıştır. Sonuç olarak değişkenlerin birim köklü olup olmadıkları tablonun sağında birim köklü (I(1)) veya durağan (I(0)) şeklinde belirtilmiştir. Bağımsız değişkenlerimizden lnfo2, lnfdx ve lninf durağan olarak, diğer değişkenler ve özellikle bağımlı değişken birim köklü olarak bulunmuştur. Bu durum eşbütünleşme analizi yapmaya uygun sonuçlarımız olduğunu göstermektedir.

**Tablo 15:** Orta-Üst Gelirli Ülke Grubu Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzyey(Sabitli Model)	Birinci Fark alınmış	Düzyey (Sabitli ve Trendli Model)	Birinci Fark alınmış	Durağa nlık Mertebe si
lnGdpPc	-1.807	-4.330*	<b>-2.250</b>	<b>-4.382*</b>	I(1)
lnfo	-2.075	-5.515*	<b>-2.284</b>	<b>-5.607*</b>	I(1)
lnfo2	<b>-1.106*</b>		-2.000*		I(0)
lnfdx	-2.162**		<b>-2.940*</b>		I(0)
lninf	-4.481*		-4.860*		I(0)
lnfo	-2.189**		<b>-2.646</b>	<b>-5.407*</b>	I(1)
lnlife	-2.058	-2.040*	<b>-2.260</b>	<b>-4.448*</b>	I(1)

**Not:** \* %1 ve \*\* %5 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

#### 4.11.2.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Üst orta gelir grubu ülkelere ait değişkenlerin ve özellikle bağımlı değişkenin durağan olmaması nedeniyle değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını sınamak amacıyla iki farklı eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı içermesi ve eğim katsayılarının homojen olmaması nedeniyle bu durumları dikkate alan ikinci nesil testler uygulanmıştır.

Lm Bootstrap eşbütünleşme testi kritik değerleri öz çıkarım tekniği ile yapmakta olduğu için yatay kesit bağımlılığı sorununa karşı oldukça dirençli sonuçlar vermektedir. Orta üst gelir grubu Bootstrap eşbütünleşme testi sonuçları Tablo 16’da raporlanmıştır. Testin sıfır hipotezi eşbütünleşme vardır şeklinde kurulmuştur. Bu durumda model 1 ve model 2 için hem sabitli hem sabit ve trend içeren modellere bakıldığında %1 anlamlılık düzeyinde sıfır hipotezi reddedilememiştir. Orta-üst gelir grubunda kişi başına gelir ile finansal açıklık ve diğer değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı gözükmemektedir.

**Tablo 16:** Üst-Orta Gelirli Ülke Grubu Bootstrap Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TESTLER	LM istatistiği	Bootstrap P-değeri
LM Bootstrap (Model 1)		
Lm Statistic (Sabitli Model)	10.721	0.992*
Lm Statistic (Sabitli ve Trendli Model)	16.678	0.988*
LM Bootstrap (Model 2)		
Lm Statistic (Sabitli Model)	11.877	0.955*
Lm Statistic (Sabitli ve Trendli Model)	16.596	0.984*

**Not:** Bootstrap yinleme sayısı 10000 olarak alınmıştır. \* %1 anlam düzeyinde sıfır hipotezinin reddedilemediğini göstermektedir.

Sağlama amaçlı yaptığımız diğer testimiz Durbin-Hausman eşbütünleşme testi yatay kesit bağımlılığı ve heterojenliği dikkate almakta aynı zamanda bağımlı değişkenin birim köklü olması şartıyla diğer değişkenlerin birim köklü veya durağan olmasına izin vermektedir. Durbin-Hausman eşbütünleşme testi panel ve grup olmak üzere iki sonuç vermektedir. Otoresif parametrelerin homojen olmadığı durumlarda grup istatistiği kullanılmalıdır. Eğer homojen katsayılarla sahip bir panel veri ile çalışılmıyorsa Durbin-Hausman testinde sıfır hipotezi panel ve grup için reddedilse dahi tüm birimleri kapsayan bir eşbütünleşme ilişkisinden bahsedilemez. Bazı birimler için eşbütünleşme ilişkisi bulunduğu dair yorum yapılabilir(Westerlund, 2008b). Tablo 17’de orta üst gelir grubu için yapılan Durbin-Hausman eşbütünleşme testi sonuçlarına göre model 1 için grup istatistiği yüzde 1 seviyesinde anlamlı ve model 2 için grup istatistiği yüzde 10 seviyesinde anlamlıdır.

Bu anlamlılık düzeylerine göre eşbütünleşme yoktur şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş ve paneldeki bazı ülkeler için kişi başına gelir ile finansal açıklık ve diğer değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi mevcuttur şeklinde yorumlayabiliriz.

**Tablo 17:** Üst-Orta Gelirli Ülke Grubu Durbin Hausman Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TESTLER	Test istatistiği	P-değeri
Durbin Hausman (Model 1)		
Durbin Hausman Group	6.031	0.000*
Durbin Hausman Panel	-0.184	0.573
Durbin Hausman (Model 2)		
Durbin Hausman Group	1.533	0.063***
Durbin Hausman Panel	-1.260	0.896

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Heterojen panellerde group istatistikleri dikkate alınmalıdır.

#### 4.11.2.5. Parametre ve Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayısı Tahmini

Orta üst gelir grubu için uzun dönem katsayılarının belirlenmesi amacı ile kurulan ilk modelimiz Pesaran (2006) CCE(Ortak Korelasyonlu Etkiler) modelidir. Gözlenemeyen ortak faktörlerin etkilerini gidermek amacıyla değişkenlerin yatay kesit ortalamaları modele dahil edilmiştir. Tahminci böylece yatay kesit bağımlılığını kontrol altına alırken aynı zamanda heterojen eğim parametreleri de dikkate alan bir yapıdadır.

Tablo 18’de CCE modelinin ülke bazlı sonuçları ve tablo altında bunların ortalaması ile oluşturulan CCEMG panel katsayıları raporlanmıştır. Finansal açıklık değişkeninin Info2 olarak alındığı modelin sadece Info2 için sonuçları tablonun en sağ sütununda raporlanmıştır.

Ülke bazlı sonuçlar farklılık gösterebilir panel katsayıları dikkate alındığında lnlife değişkeni haricindeki tüm bağımlı değişkenlerimiz anlamlıdır. Uluslararası varlık ve

yükümlülüklerin toplamının milli gelire oranını ifade eden Info değişkeni ile kişi başına gelir arasında negatif bir ilişki mevcuttur. Ancak net uluslararası varlıkların milli gelire oranını ifade eden Info2 ile kişi başına gelir arasında ise pozitif bir ilişki gözükmektedir.

Diğer açıklayıcı değişkenlerimizden enflasyonun kişi başına gelir üzerinde negatif, ticari açıklığın pozitif ve finansal gelişme endeksinin ise negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir.

**Tablo 18:** Üst Orta Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları

Ülkeler	lninf	Info	lnfdx	lnto	lnlife	Info2
Turkey	-0.0483	-0.2025*	0.0067	0.0869	2.5215	11.9532**
South Africa	-0.2517*	-0.0106	0.0846	0.0998*	-0.0806	0.7104
Argentina	-0.0219	-0.0516	-0.0321	0.0275	-6.6938	7.1044
Brazil	-0.0027	-0.0452	-0.0014	0.0239	4.2131	6.7814***
Colombia	0.0212	-0.0392	-0.0484	0.0702	3.189	0.8303
Costa Rica	-0.0985*	-0.0052	-0.0478	-0.0089	-3.1197	1.5716
Dominican Republic	-0.0837*	0.0072	-0.0057	0.047	-3.7531	2.4281
Ecuador	0.0157	-0.0811**	-0.0579	0.0392	-0.065	3.7054**
Guatemala	-0.0096	0.0357	-0.0191	-0.0205	-0.9179	-5.9029**
Mexico	-0.0048	-0.1188	0.0462	0.1381	-2.0989	11.0540**
Paraguay	-0.0184	0.0268	-0.0415	0.1030*	0.5465	-0.6015
Peru	-0.0474*	0.0284	-0.2047**	0.0731	0.6197	1.8108
Grenada	-0.0531	-0.0128	-0.0382	0.1693***	-4.844	1.9802
Guyana	0.0221	0.0201	-0.107	0.0376	-4.254	-0.2661
Belize	-0.0307	0.0523	-0.1559	-0.0018	1.6115	-1.6771
Jamaica	-0.0057	0.0455	0.0781	-0.1533*	2.9072	-1.7621
St Vincent and the Grenadines	-0.2195*	-0.0823**	0.0406	0.2218*	2.0723	2.9588**
Suriname	-0.0172	-0.0255	-0.0489	0.0027	2.8047	6.3565***
Iran, Islamic Rep	-0.1718*	0.008	0.0358	0.2139*	-0.5838	4.6048
Jordan	-0.0488	0.0003	0.2092	0.0261	-2.74	-0.5292
Indonesia	-0.1091*	-0.0262	0.0154	0.0401	6.3171*	2.7309***
Malaysia	0.057	-0.0506	-0.0763	0.1107	6.8487	4.3071
Thailand	-0.1361	-0.0980***	-0.054	0.0504	-1.0183	5.3767*
Botswana	-0.0458	-0.1478**	-0.0902	0.2486*	-0.1132	0.3767
Equatorial Guinea	-0.0176	0.0494	-0.3306	-0.1323	5.0625	-1.6538
Gabon	-0.0657***	0.1147	-0.1051	0.0714	-2.5345	-0.892
Fiji	-0.0953	0.0146	-0.1339	0.0321	0.1115	5.3245***
China	0.1069**	0.0076	-0.0424	0.0658***	-1.1486	3.3767
<b>Panel</b>	<b>-0.0492*</b>	<b>-0.0250**</b>	<b>-0.0343**</b>	<b>0.0563*</b>	<b>0.0168</b>	<b>2.6869*</b>

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Wald istatistiği: 30.73 (p değeri: 0.000), modelin genel olarak anlamlılığına işaret eder. CD istatistiği: 0.28(p değeri 0.7766) modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

Finansal açıklık değişkenleri hariç diğer açıklayıcı değişkenleri modelden çıkararak yaptığımız analiz sonuçları Tablo 19’da raporlanmıştır. Diğer açıklayıcı değişkenleri dışarda tutarak aynı analizi yapmamızın sebebi sonuçlarda bir tutarsızlık olup olmadığının kontrolü bu sayede modelin ve açıklayıcı değişkenlerimizin seçimlerinin sağlıklı olup olmadığının belirlenmesidir. Hem Info hem de Info2 için model tek değişkenle tahmin edildiğinde anlamlılık ve ilişkinin yönü açısından bir değişiklik meydana gelmemiştir.

**Tablo 19:** Üst Orta Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları

(Bağımlı değişken lnGdpPcC)	Model 1	Model2
	Info	Info2
Panel	-0.0275*	0.8662**
	(0.003)	(-0.045)
CD		
Stat.	-1.42	-0.91
	(0.1550)	(0.3619)

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir CD istatistiği modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

CCEMG tahmin yöntemine Eberhardt & Teal (2010) tarafından alternatif olarak geliştirilen AMG modeli gözlenemeyen ortak faktörlerin, ortak dinamik sürecin bir parçası olarak modele dahil edilerek bu sayede ülkelerin faktör verimliliği farklarının da dikkate alınacağını ifade etmişlerdir. AMG yöntemi yatay kesit bağımlılığına dirençli ve heterojen katsayılara izin vermektedir.

Tablo 20’de orta üst gelir grubuna ait ülkelerin uzun dönem katsayılarının belirlenmesi amacıyla yapılan AMG model tahmini ülke bazlı olarak raporlanmıştır. Tablonun en alt satırı panel katsayılarını göstermektedir. Tablonun en sağ sütunu ise modelin Info2 finansal açıklık göstergesi ile tahmin edildiğindeki durumu tek sütun olarak raporlanmıştır. AMG modeli sonuçlarına göre finansal açıklığı uluslararası finansal varlık ve yükümlülüğün toplamının milli gelire oranı olarak ifade eden Info değişkeni kişi başına

gelirle anlamlı ancak negatif bir ilişkiye işaret etmektedir. Finansal açıklığı net uluslararası yükümlülüğün milli gelire oranı ile ifade eden Info2 ile kişi başına gelir arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki mevcuttur. Sonuçlar CCEMG sonuçları ile benzer şekildedir. Diğer kontrol değişkenleri olan enflasyon ile kişi başı gelir arasında negatif, ticari açıklıkla pozitif ve finansal gelişme endeksi ile negatif bir ilişki mevcuttur.

**Tablo 20: Üst Orta Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları**

Ülkeler	lninf	Info	lnfdx	lnto	lnlife	Info2
Türkiye	-0.0531*	-0.1344*	0.0164	0.0711	0.0104	5.0847
Güney Afrika	-0.0814	-0.0116	-0.1202*	0.1229*	-0.1439**	0.4477
Arjantin	-0.014	-0.0384	0.0116	0.0334	-0.987	5.3266**
Brezilya	-0.0019	0.0116	-0.0251	-0.0131	-0.1264	-0.0819
Kolombiya	0.0248	-0.0101	0.0074	-0.0628	-0.0933	2.0003
Kosta Rika	-0.0913*	0.011	-0.0364***	-0.0131	-0.9673*	-0.161
Dominik Cumhuriyeti	-0.0847*	0.0176	0.0186	0.0231	-0.6713**	0.563
Ekvador	0.0146	-0.0615**	-0.0387	0.0356	-0.5203*	2.1524***
Guatemala	-0.0031	0.0189	-0.008	-0.0198	-0.0885	-5.7632*
Meksika	-0.011	-0.0851*	0.0361	0.1197**	-1.3175*	9.1763*
Paraguay	-0.0046	-0.0285**	-0.0399	-0.001	-0.0437	0.6934*
Peru	-0.0310*	0.0114	-0.1437*	0.1197**	-0.2201	2.0542
Grenada	0.0108	-0.0237	-0.0688	0.1441***	0.506	0.2124
Guyana	0.0084	0.0191	-0.1381**	0.0032	-0.1232	-0.0287
Belize	-0.0914	-0.0798*	-0.1040***	-0.0033	0.8052***	1.6139*
Jamaika	0.0625**	-0.0425	0.0209	-0.0967**	-1.9977*	0.7199
St Vincent ve Grenadinler	-0.1504*	-0.0136	0.0602	0.1172***	-1.7154	0.4159
Surinam	-0.0059	-0.0310***	-0.0725**	0.0657**	-0.0093	4.9595*
İran	-0.1227**	-0.0071	-0.1626	0.1574*	-0.3100*	-2.0924
Ürdün	-0.1429***	-0.0171	0.0179	0.081	-0.6299	2.9118**
Endonezya	-0.0955*	-0.0372***	0.0118	-0.01	-0.2829*	2.3730*
Malezya	0.0438	-0.1127**	-0.0736	-0.039	1.0718	2.7034**
Tayland	-0.0957	-0.1162*	-0.0755	0.0063	0.7607**	3.0486**
Botsvana	-0.0232	-0.1392*	-0.0971*	0.2048*	-0.1695**	-0.0297
Ekvator Ginesi	-0.0119	-0.1454	-0.0413	0.2813*	0.3841	0.4743
Gabon	-0.0086	-0.0052	-0.1332*	-0.0356	0.6003	1.0542
Fiji	-0.0466	0.0729	-0.0612	0.0104	-1.9498	0.6405
Çin	0.0227	-0.0347	0.0714	0.0289	-0.6935	4.4536**
<b>Panel</b>	-0.0318*	-0.0330*	-0.0410*	0.0370**	-0.273***	1.4492*



**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Wald istatistiği: 34.47 (p değeri: 0.000), modelin genel olarak anlamlılığına işaret eder. CD istatistiği: 0.868 (p değeri 0.386) modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

AMG modelini finansal açıklık değişkenimiz hariç diğer açıklayıcı değişkenleri dışlayıp tahmin ettiğimiz sonuçlar Tablo 21’de raporlanmıştır. Sonuçlarda anlamlılık düzeyi ve ilişkinin yönü açısından değişiklik olmamıştır. Bu durum diğer açıklayıcı değişkenlerin eklenmesinin modelde ciddi bir bozulmaya neden olmadığı sağlıklı bir durumu ifade etmektedir. Raporlanan yatay kesit bağımlılığı test sonuçları AMG modelinin bu sorunu ortadan kaldırdığına işaret etmektedir. Tablo 21 sonuçlarına göre Info göstergesi kişi başına geliri negatif etkilerken Info2 değişkeni negatif etkilemektedir.

**Tablo 21:** Üst Orta Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları

(Bağımlı değişken lnGdpPcC)	Model 1	Model2
	Info	Info2
Panel	-0.0282*	0.5689*
	(0.000)	(-0.012)
CD Stat.	1.207	-0.755
	(0.227)	(0.450)

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir CD istatistiği modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

#### 4.11.2.6. Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları

Granger nedensellik testinin panel için uyarlanmış versiyonu olan Dumitrescu-Hurlin panel nedensellik testi iki durağan seri arasında yapılırken bağımlı değişkenin, bağımsız değişkenin geçmiş verileriyle açıklanıp açıklanamayacağını test eder. Heterojen katsayılara izin veren test aynı zamanda yatay kesit bağımlılığına da dirençlidir, bu direnç yazarın tavsiyesi ile kritik değerlerin bootstrap teknikleri ile hesaplanması ile daha da artırılabilir. Çalışmamızda hem normal hem bootstrap teknikleri ile elde edilen kritik değerlere dayanan p değerleri raporlanmıştır.

Üst orta gelir grubu ülkeler grubunda 28 ülke ve 36 yıllık bir veriye sahip olduğumuzdan (T>N) düzeltilmiş Z istatistiği ( $\bar{Z}$ ) raporlanmıştır. Gecikme uzunlukları AIC kriterine göre her test için ayrı belirlenmiş ve maksimum 3 gecikme ile sınırlandırılmıştır. D-H panel nedensellik testi durağan verilerle yapılabildiği için daha önceki bölümlerde her

değişken için hesapladığımız birim kök test sonuçları dikkate alınarak durağan olmayan seriler birinci farkı alınarak modellerde kullanılmıştır.

Tablo 22’de üst orta gelir grubu için D-H panel nedensellik sonuçları raporlanmıştır. Asıl ilgilendiğimiz değişken olan ilk finansal açıklık göstergemizi ifade eden Info ile kişi başına gelir arasında bootstrap kritik değerler dikkate alındığında Info’dan kişi başına gelire ve kişi başına gelirden Info’ya doğru çift yönlü nedensellik mevcuttur. İkinci finansal açıklık göstergemiz Info2’den kişi başına gelire doğru bootstrap kritik değerler dikkate alındığında nedenselliğe rastlanamamıştır. Ancak kişi başına gelirden Info2’ye doğru nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Kritik değerlerin normal dağılım gösteren değerlerine göre de kişi başına gelirden Info2’ye doğru bir nedenselliğe rastlanmıştır.

Orta üst gelir grubunda diğer açıklayıcı değişkenler arasında kişi başına gelirden enflasyona, kişi başına gelirden finansal gelişme endeksine, kişi başına gelirden ticari açıklığa, kişi başına gelirden yaşam beklentisine doğru nedensellik ilişkilerine rastlanmıştır.

**Tablo 22:** Üst Orta Gelirli Ülke Grubu Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları

Hipotezler	Z-bar stat. ( $\bar{Z}$ )	P değeri	Bootstrap P değeri
$dlnfo \rightleftarrows d \ln GDPpcC$	<b>3.1335</b>	<b>0.0017*</b>	<b>0.0300**</b>
$dlnGDPpcC \rightleftarrows d \ln fo$	<b>5.1171</b>	<b>0.0000*</b>	<b>0.0033*</b>
$lninf \rightleftarrows d \ln GDPpcC$	1.1978	0.2310	0.3433
$dlnGDPpcC \rightleftarrows lninf$	6.7321	0.0000*	0.0233**
$lnfdx \rightleftarrows dlnGDPpcC$	<b>-0.6697</b>	<b>0.5030</b>	<b>0.6333</b>
$dlnGDPpcC \rightleftarrows lnfdx$	<b>2.0507</b>	<b>0.0403**</b>	<b>0.1433</b>
$dlnto \rightleftarrows dlnGDPpcC$	1.0662	0.2864	0.3333
$dlnGDPpcC \rightleftarrows dlnto$	1.7110	0.0871***	0.1300
$dlnlife \rightleftarrows dlnGDPpcC$	<b>0.8047</b>	<b>0.4210</b>	<b>0.5000</b>
$dlnGDPpcC \rightleftarrows dlnlife$	<b>1.6674</b>	<b>0.0954***</b>	<b>0.3667</b>
$Info2 \rightleftarrows dlnGDPpcC$	1.1094	0.2673	0.4200

$$dlnGDPpcC \rightarrow Info2 \quad 3.0178 \quad 0.0025^* \quad 0.0633^{***}$$

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Bootstrap döngü sayısı 1000 olarak alınmıştır.

### 4.11.3. Alt-Orta Gelirli Ülke Grubunda Ampirik Bulgular

#### 4.11.3.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Alt-orta gelir grubunda yapılan analiz 33 ülkeyi kapsamakta ve 28 yıllık bir zaman dilimini incelemektedir.  $N > T$  yani birim boyutu zaman boyutundan büyüktür. Bu durumda  $CD_{LM1}$  (Breusch and Pagan (1980) LM testi) dışındaki diğer testlerin tutarlı sonuçlar vermesi beklenmektedir.

Tablo 23 incelendiğinde değişkenlere uygulanan testlerde Breusch and Pagan (1980) testi dahil tüm sonuçların kuvvetli bir şekilde “*Yatay kesit bağımlılığı yoktur*” sıfır hipotezini reddettiğini ve değişken düzeyinde yatay kesit bağımlılığı olduğunu görmekteyiz. Model 1 ve 2’nin kalıntılarına uygulanan yatay kesit bağımlılığı testlerinden P-CD Pesaran (2004) CD haricindeki testlerin yatay kesit bağımlılığını güçlü bir şekilde işaret ettiğini görmekteyiz. Sonuçların çoğunluğu yatay kesit bağımlılığını işaret ettiğinden alt-orta gelir grubuna dahil ülkelere uygulanacak birim kök, eş bütünleşme ve nedensellik analizlerinde yatay kesit bağımlılığını dikkate alan testler uygulanacaktır.

**Tablo 23:** Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Değişkenler		$CD_{LM1}$	$CD_{LM2}$	$LM_{BC}$	P-CD
lnGdpPc	Test-ist.	8965.307*	259.6402*	259.0291*	78.36056*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Info	Test-ist.	3014.646*	76.52125*	75.91014*	11.30804*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Info2	Test-ist.	3911.181*	104.1102*	103.4991*	20.89644*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lnfdx	Test-ist.	3764.908*	99.60895*	98.99784*	30.48157*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lninf	Test-ist.	1280.303*	23.15052*	22.53941*	21.08972*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

Into	Test-ist.	2966.543*	75.04097*	74.42986*	17.84536*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Inlife	Test-ist.	10943.16*	320.5044*	319.8933*	91.55767*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 1	Test-ist.	7298.893*	208.3598*	207.7487*	-0.807717
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.4193)
Model 2	Test-ist.	7047.512*	200.6241*	200.0130*	-0.690804
		(0.0000)	0.0000)	0.0000)	(0.4897)

**Not:** \* %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.  $CD_{LM1}$  Breusch and Pagan (1980) LM testini,  $CD_{LM2}$  Pesaran (2004) scaled LM testini,  $LM_{BC}$  Baltagi, Feng, ve Kao (2012) bias-corrected scaled LM testini ve P-CD Pesaran (2004) CD testini ifade etmektedir.

#### 4.11.3.2. Homojenite Testi Sonuçları

Alt-orta gelir grubunu oluşturan panel setine uygulanan, eğim ve sabit parametrelerinin panelde homojen mi heterojen mi olduğunu gösteren test sonuçları Tablo 24'te raporlanmıştır. Pesaran ve Yamagata (2008)  $\hat{\Delta}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj.}$  testleri ve Blomquist ve Westerlund (2013) katkısıyla delta testinin otokorelasyon ve değişen varyans hatalarına dirençli versiyonlarını temsil eden  $\hat{\Delta}_{HAC}$  ve  $\hat{\Delta}_{HAC_{adj.}}$  versiyonlarının sonuçları ayrıca Bersvendesen & Ditzgen (2020) önerisi ile yatay kesit ortalamaları modele dahil edilerek yatay kesit bağımlılığına dirençli hale getirilmiştir.

Sonuçlara göre alt-orta gelir grubu ülkeleri için yapılan testlerde “Eğim katsayıları homojendir” şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş ve katsayıların heterojen olduğuna karar verilmiştir. Bu durum yapılacak eşbütünleşme testlerinde dikkate alınacaktır.

**Tablo 24:** Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu Homojenite Testi Sonuçları

Testler		$\hat{\Delta}$	$\hat{\Delta}_{adj.}$	$\hat{\Delta}_{HAC}$	$\hat{\Delta}_{adj.}$ (HAC)
Model 1	Test-ist.	12.681*	15.358*	23.520*	27.158*
	p değeri	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 2	Test-ist.	8.766*	10.616*	29.564*	34.138*

p değeri (0.0000) (0.0000) (0.0000) (0.0000)

$\hat{\Delta}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj}$ . Pesaran ve Yamagata (2008) delta testlerini,  $\hat{HAC}$  ve  $\hat{HAC}_{adj}$ . Blomquist ve Westerlund (2013) delta testlerini ifade eder.

#### 4.11.3.3. Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları

Alt-orta gelir grubu için yapılan Pesaran CIPS Panel birim kök testi sonuçları tablo 25'te raporlanmıştır. CIPS birim kök testi heterojen ve yatay kesit bağımlılığı içeren panelimiz için bu durumları dikkate aldığı için uygun bir testtir. Zaman boyutuna göre dikkatle belirlenmesi gereken maksimum gecikme uzunluğu Chudik ve Pesaran (2015)'in formülüne göre belirlenmiş aynı zamanda 0 gecikmeden maksimum gecikme sayısına göre her bir birim için F testi sonuçlarına göre ayrı ayrı belirlenmiştir.

Tablo 25'te raporlanan sonuçlarda her değişken için sabitli veya sabit ve trend içeren sonuçlar ayrı ayrı gösterilmiştir. Her değişken için grafik incelemesi yapılarak bariz bir trend varsa trendli model tercih edilmiş yoksa sabit model tercih edilmiştir. Grafik incelemesi sonucunda tercih edilen seçenek tabloda koyu renkle belirtilmiştir. Nihai olarak değişkenlerin birim köklü veya durağan olma durumlarına göre varılan sonuç tablonun en sağında belirtilmiştir.

Alt-orta gelir grubu CIPS Panel birim kök testi sonuçlarına göre Info2, lnfdx ve lninf değişkenleri durağan bulunmuş; bağımsız değişken dahil diğer değişkenler birim köklü bulunmuştur. Bağımsız değişkenin dahil birçok değişkenin birim köklü bulunması neticesinde eşbütünleşme analizi yapmak sonuçlarımız açısından uygun gözükmemektedir.

**Tablo 25:** Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzyey(Sabitli Model)	Birinci Fark alınmış	Fark	Düzyey (Sabitli ve Trendli Model)	Birinci Fark alınmış	Durağanlık Mertebesi
lnGdpPc	-1.922	-4.171*		<b>-2.164</b>	<b>-4.351*</b>	I(1)
Info	<b>-1.722</b>	<b>-4.789*</b>		-2.421	-4.794*	I(1)
Info2	<b>-2.255*</b>			-2.229*		I(0)
lnfdx	-2.616*			<b>-3.157*</b>		I(0)

lninf	-4.041*		<b>-4.237*</b>		I(0)
lnito	-2.015	-4.668*	<b>-2.148</b>	<b>-4.929*</b>	I(1)
lnlife	-2.224**		<b>-2.542</b>	<b>-5.513*</b>	I(1)

Not: \* %1 ve \*\* %5 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

#### 4.11.3.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Alt-orta gelir grubu için bağımlı ve bazı bağımsız değişkenlerin durağan olmaması sebebi ile değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin tespiti amacı ile iki farklı test yapılmıştır. Değişkenlerimiz yatay kesit bağımlılığı içerdiği ve panel katsayılarının heterojen olduğu dikkate alınarak ikinci nesil eşbütünleşme testleri uygulanmıştır.

İlk testimiz Lagrange çarpanına dayanan ve kritik değerlerin bootstrap teknikleri ile öz çıkarıma dayanarak hesaplandığı böylece yatay kesit bağımlılığını dikkate alan sonuçlar veren Bootstrap eşbütünleşme testidir. Testin sonuçları Tablo 26'da raporlanmıştır. Testin sıfır hipotezi eşbütünleşme vardır şeklinde oluşturulmuştur. Model 1 ve 2 için hem sabit hem sabit ve trend içeren modellerde yüzde 1 anlamlılık düzeyinde sıfır hipotezi reddedilememiştir. Sonuçlar alt-orta gelir grubu için kişi başına gelir ile finansal açıklık ve diğer değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir.

**Tablo 26:** Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu Bootstrap Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TESTLER	LM istatistiği	Bootstrap P-değeri
LM Bootstrap (Model 1)		
Lm Statistic (Sabitli Model)	17.165	0.995*
Lm Statistic (Sabitli ve Trendli Model)	29.151	0.871*
LM Bootstrap (Model 2)		
Lm Statistic (Sabitli Model)	17.040	0.994*
Lm Statistic (Sabitli ve Trendli Model)	29.875	0.814*

Not: Bootstrap yinleme sayısı 10000 olarak alınmıştır. \* %1 anlam düzeyinde sıfır hipotezinin reddedilemediğini göstermektedir.

Uzun dönemli ilişkinin varlığını test etmek amacı ile verilerimize uygulanan ikinci eşbütünleşme testimiz Durbin-Hausman eşbütünleşme testidir. Bu test yatay kesit bağımlılığı, heterojen panel katsayıları gibi sorunları dikkate alırken; bağımlı değişkenin birim köklü olması koşulu ile diğer değişkenlerin durağan veya birim köklü olmasına izin verdiği için daha sağlıklı sonuçlar vermesi beklenmektedir. Grup ve panel şeklinde iki farklı sonuç raporlayan testte, heterojen panellerde grup istatistiklerinin dikkate alınması daha uygun olacaktır. Testin sıfır hipotezi eşbütünleşme yoktur şeklinde kurulmuşken heterojen paneller için alternatif hipotez en azından bazı ülkelerde eşbütünleşme ilişkisi mevcuttur şeklinde yorumlanır. Tablo 27’de ki sonuçları değerlendirdiğimizde grup istatistiklerinin yüzde 1 anlamlılık seviyesinde olduğunu görmekteyiz. Sıfır hipotezi güçlü bir şekilde reddedilmiş ve alt-orta gelir grubu için bazı ülkelerde kişi başı gelirle finansal açıklık ve diğer değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir.

**Tablo 27:** Alt-Orta Gelirli Ülke Grubu Durbin Hausman Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TESTLER	Test istatistiği	P-değeri
Durbin Hausman (Model 1)		
Durbin Hausman Group	6.461	0.000*
Durbin Hausman Panel	0.551	0.291
Durbin Hausman (Model 2)		
Durbin Hausman Group	26.194	0.000*
Durbin Hausman Panel	-0.621	0.733

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Heterojen panellerde group istatistikleri dikkate alınmalıdır.

#### 4.11.3.5. Parametre ve Uzun Dönem Eşbütünleşme Katsayısı Tahmini

Alt orta gelir grubu ülkeler için uzun dönem katsayılarının tahmini için kurulan ilk model Pesaran (2006) tarafından önerilen CCE modelidir. Model gözlenemeyen ortak

faktörlerin etkilerini gidermek amacı ile modele yatay kesit ortalamalarını dahil ederek, ülke katsayılarını ve onların ortalamasını alarak panel katsayısını çıkarmaktadır. Heterojen katsayıları dikkate alan model yatay kesitsel bağımlılığı da ülke ortalamalarını katarak gidermeye çalışmaktadır.

Tablo 28’de da ülke bazlı sonuçlar raporlanmış ve en alt satırda panel katsayıları belirtilmiştir. Modeli finansal açıklık değişkeninin Info2 olarak alıp tahmin ettiğimizdeki sonuçlar sadece Info2 değişkeni için tablonun en sağ sütununda ayrıca raporlanmıştır.

Diğer ülke guruplarında kurduğumuz statik CCE modeli yatay kesit bağımlılığını gidermekte başarısız olduğu için alt orta gelir grubu ülkelerinde dinamik cce modeli kullanılmıştır. Kurulan modele yapılan Pesaran CD test sonuçları tablonun alt kısmında raporlanmıştır. Yine de belirtmek gerekir ki statik CCE modeli ile karşılaştırdığında finansal açıklık göstergelerinin anlamlılık ve yönlerinde değişiklik olmamıştır.

Ülke bazlı sonuçlar farlılık gösterse de uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranı ile hesaplanan finansal açıklık değişkenimiz Info’nun kişi başına gelir üzerindeki etkisi anlamlı ve negatif bir ilişkiye işaret etmektedir. Modeli net uluslararası varlıkların milli gelire oranı olarak hesaplanan finansal açıklık göstergemiz Info2 ile kurduğumuz sonuçlarda ise Info2 ile kişi başına gelir arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Diğer panel katsayıları incelendiğinde enflasyon ile kişi başına gelir arasında negatif ve anlamlı bir ilişki mevcuttur. Ticari açıklık ile kişi başına gelir arasında pozitif bir katsayı olmasına rağmen anlamlılık sağlanamamıştır.

**Tablo 28:** Alt Orta Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları

Ülkeler	lninf	Info	lnfdx	lnto	lnlife	Info2
Bolivia	-0.0596	0.0556	0.0271	0.0897*	6.8414**	0.563
El Salvador	-0.0202	-0.0652	0.0014	0.0791	16.8745	-2.6763
Honduras	0.0861	-0.0909	-0.0686	0.1145	22.1204	4.8401
Nicaragua	0.0092	-0.0917**	0.0268	0.1125	19.9758	1.6024**
Egypt	-0.0662*	-0.0627**	0.0241	-0.0116	0.4909	-3.396***
Bangladesh	-0.0207	-0.0368	-0.0364*	0.0121	4.2437*	2.3365
Bhutan	-0.0283	0.0255	0.4438	-0.0237	-17.6125	1.6412
Myanmar	-0.0181*	0.0055	0.1013*	0.0163*	8.0995*	0.0067
Sri Lanka	-0.1831**	-0.006	0.1871	0.1242	-2.3701	1.6213



India	-0.372***	-0.238***	-0.0361	-0.153***	-7.1233	-8.631***
Lao People's Dem.Rep	-0.0039	0.0173	0.0005	-0.040***	1.3204	-0.2751
Nepal	-0.041	-0.0776	0.0462	0.1838**	6.1487	11.8456**
Pakistan	-0.0351	-0.097***	-0.0183	-0.1312	-2.8821	-1.063
Philippines	-0.0264	-0.0192	-0.0056	-0.0228	7.9386	0.5915
Algeria	0.0022	0.0609	0.0433	-0.0333	25.6081	-1.4971
Cameroon	-0.0317	0.044	-0.0816	0.0929***	-0.0997	1.4054
Cape Verde	-0.0028	0.1902	0.2078	-0.2595**	6.948	0.7798
Comoros	-0.1245*	0.1081***	0.1853*	-0.254***	20.2785*	1.0731
Congo, Republic of	-0.0729**	-0.2664*	0.0013	-0.191	21.9573**	2.5744
Benin	-0.0306	-0.0526	0.0105	0.1485	0.106	3.2768
Ghana	-0.0135	0.0238	0.02	0.0548	0.5589	2.1403
Côte d'Ivoire	0.0511	0.1167	0.3496	-0.0363	-23.5994	-3.1867
Kenya	-0.0319	-0.1339	0.0077	-0.0681	-0.3542	-0.9251
Lesotho	-0.0283	-0.1381	-0.1075	0.1387	2.3116	2.4097*
Mauritania	-0.0762*	-0.3409*	-0.0132	-0.0156	71.9497*	5.2876
Morocco	-0.0136	-0.0539	-0.2148	-0.3017	-8.1863	-4.7982
Nigeria	0.034	-0.0977*	0.0216	-0.026	-14.6087	5.1319**
Senegal	-0.0194	-0.1251**	0.1029	0.1830***	-0.8158	5.4418*
Tanzania	0.0371	0.1050*	-0.0608*	0.0422***	9.5618*	-0.8952
Tunisia	0.012	-0.1308**	-0.1857	0.2423**	-6.1413	3.5237**
Zambia	-0.055***	-0.055	0.0633***	-0.0636	17.2045*	0.5521
Solomon Islands	-0.0205	-0.1747	0.0176	0.3219**	-20.6181**	5.8945
Vanuatu	0.1408	0.0337	-0.2292**	-0.0972	-89.128***	2.5985
Panel	-0.0310**	-0.0475**	0.0252	0.0069	2.3333	1.2058***

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. CD istatistiği: -1.5 (p değeri 0.1345) modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

Finansal açıklık göstergelerimizi diğer açıklayıcı değişkenleri dışlayarak CCE tahmini yaptığımızda sonuçlarda anlamlılık ve yön açısından değişiklik olmamıştır. Böylece açıklayıcı değişkenlerimizin varlığının modelde ciddi bir bozulmaya neden olmadığını söylemek mümkün hale gelmektedir. Modelin sadece finansal açıklık değişkeni ile tahmin edildiği sonuçlar Tablo 29'da raporlanmıştır.

**Tablo 29:** Alt Orta Gelirli Ülke Grubu CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları

(Bağımlı değişken lnGdpPcC)	Model 1	Model2
	Info	Info2
Panel	-0.0218*** (0.063)	0.898*** (-0.005)
CD		
Stat.	-1.81 (0.0705)	-1.67 (0.0941)

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir CD istatistiği modelin yatay kesit bağımlılığını yüzde 1 ve 5 seviyesinde yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

Alt orta gelir grubu için uzun dönem katsayılarını tahmin etmek amacıyla uyguladığımız ikinci test Eberhardt & Teal (2010) tarafından önerilen AMG testidir. AMG modeli gözlenemeyen ortak faktörleri dinamik sürece dahil ederek modele katmış bu sayede ülke çalışmalarında ülkeye özgü faktör verimliliği farklarının dikkate alınacağını belirtmiştir. AMG yöntemi yatay kesit bağımlılığını ve heterojen katsayıları dikkate almaktadır.

Tablo 30’da alt orta gelir grubu için AMG modeli ülke bazlı olarak raporlanmış, alt satırda ise panel katsayılarına yer verilmiştir. Finansal açıklık değişkeninin Info2 olarak alındığı modelin sonuçları ise tablo en sağ sütununda sadece o değişkenin sonuçlarını gösterecek şekilde raporlanmıştır. Model seçiminde dikkat ettiğimiz önemli bir gösterge kullanılan modelin yatay kesit bağımlılığını giderebilme yeteneğidir. Üst ve üst orta gelir grubu AMG tahminlerinde ortak dinamik süreç bağımlı değişkenden fark alma yöntemi ile sağlanmıştı.<sup>12</sup> Ancak alt orta gelir grubu için yapılan analizde aynı yöntem yüksek yatay kesit bağımlılığına işaret ettiği için ve amacımız en doğru modelin tahmini altında ilgilendiğimiz finansal açıklık göstergesinin anlamlılığı ve yönü olduğundan alt orta gelir grubu için yatay kesitsel bağımlılığı yok etmekte en etkili model olarak, AMG tahmincisinin birinci aşamasında FDOLS ile elde edilen katsayıların modele bağımlı değişken olarak eklendiği yöntem tercih edilmiştir.

Elde edilen panel katsayılarına göre uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranını ifade eden finansal açıklık göstergemiz Info ile kişi başına gelir arasında

<sup>12</sup> Stata xtmg komutunda aug ve imp beraber eklendiğinde ortak dinamik süreç bağımlı değişkenden fark alınarak yapılmaktadır.

anlamli ve negatif yönlü bir ilişki vardır. Modelin net uluslararası varlıkların milli gelire oranını ifade eden finansal açıklık göstergemiz Info2 ile tahmininde ise Info2 ile kişi başına gelir arasında anlamlı ve pozitif bir ilişkinin mevcudiyeti gözükmektedir. Sonuçlar finansal açıklık göstergeleri itibari ile CCE modeli ile uyum içindedir.

**Tablo 30:** Alt Orta Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları

Ülkeler	lninf	Info	lnfdx	lnto	lnlife	Info2
Bolivia	-0.0683	-0.1808*	-0.0909	-0.128	0.6061	2.0829***
El Salvador	0.0055	-0.0244	-0.0359	0.0614	1.6030*	-1.5623
Honduras	0.0036	-0.0552	0.0129	0.1358*	-2.6220*	1.8490***
Nicaragua	0.0150***	-0.0365**	0.0637	0.0318	0.1239	0.1957***
Egypt	0.0021	-0.0567	0.0334	0.096	2.6461*	-2.3774
Bangladesh	-0.0049	0.2171*	0.0762*	0.0769**	0.0944	16.7488*
Bhutan	0.0468	-0.1544*	0.0722	-0.0942	2.4037*	-0.7211
Myanmar	-0.0339	-0.0153	-0.2414***	-0.0233*	1.6386	0.8117
Sri Lanka	-0.0179	0.1751**	0.1572***	0.2438*	-1.8751*	0.3948
India	-0.0448	0.009	0.0004	-0.0357	2.3488*	-0.862
Lao People's Dem.Rep	0.0251	-0.1227*	-0.1287*	0.0139	1.5273*	1.6922**
Nepal	-0.0051	0.1056**	0.0349	0.1042*	-0.3912	4.4131
Pakistan	0.0244	0.0101	0.0538**	0.1777*	0.8678	4.8544
Philippines	0.0093	-0.1047*	0.1647*	0.0133	-0.8035	1.8083
Algeria	-0.0273	-0.2107*	0.4540*	0.2281**	1.0812	5.0991*
Cameroon	-0.2628*	-0.1005*	-0.1099	0.0158	1.7397**	3.4408**
Cape Verde	-0.0007	-0.2561	-0.3104	-0.121	13.0523*	8.6302**
Comoros	-0.0792**	-0.0085	0.0725*	0.3150**	-2.3236*	1.8252
Congo, Republic of	-0.0031	0.0109	0.0349	-0.1398*	0.8553***	-0.0599
Benin	-0.0166	0.0870**	-0.0442	-0.057	-0.3933	4.8985**
Ghana	0.014	0.0458	0.1406**	-0.0073	2.1534*	-2.5586
Côte d'Ivoire	0.0474	-0.1409***	0.3535**	-0.2136**	-0.5095	3.3806**
Kenya	-0.0293	0.0639	0.0912	-0.1356*	1.0193*	-4.3754**
Lesotho	-0.038	0.0675***	-0.0116	-0.1907	-0.0136	0.0567
Mauritania	-0.0719***	-0.2143*	0.0357	0.0747	2.8933	3.5754*
Morocco	-0.0512	0.053	0.0176	0.0181	0.3135	1.5007
Nigeria	0.0127	0.0192	0.0662	0.0503	5.6392*	0.7895
Senegal	-0.0569	-0.1370**	-0.0967	0.0255	-0.9142	1.1678
Tanzania	-0.0239	-0.0066	0.0795*	-0.0224	1.4565*	0.136
Tunisia	-0.1041	-0.0055	-0.2171**	0.1354	1.6074**	6.3752**
Zambia	0.0046	-0.0171	0.0103	-0.0249	1.3173*	0.4027

Solomon Islands	0.023	-0.3869*	-0.1293	0.2945*	-0.6132	6.8198
Vanuatu	0.0776	-0.1589*	-0.0054	0.1504	4.4073*	3.8119**
Panel	-0.0102	-0.0417***	0.0194	0.0279	0.8134*	1.7061*

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Wald istatistiği: 14.96 (p değeri: 0.010), modelin genel olarak anlamlılığına işaret eder. CD istatistiği: -1.767 (p değeri 0.077) modelin yatay kesit bağımlılığını yüzde 1 ve 5 seviyesinde yok etmekte başarılı olduğunu gösterir.

Finansal açıklık değişkenleri hariç diğer açıklayıcı değişkenlerin dışlanarak yapılan AMG model tahmini tablo 31’de raporlanmıştır. Model 1’de yatay kesit bağımlılığı yok edilememiştir. Ancak sonuçlar tüm açıklayıcı değişkenlerle kurulan modelden anlamlılık ve yön olarak değişiklik olmadığını göstermektedir. Böylece açıklayıcı değişkenlerin varlığının modelde ciddi farklılıklar oluşturmadığı belirlenmiştir.

**Tablo 31:** Alt Orta Gelirli Ülke Grubu AMG Modeli Tahmin Sonuçları

(Bağımlı değişken lnGdpPcC)	Model 1	Model2
	Info	Info2
Panel	-0.0384**	3.0338*
	(0.036)	(-0.002)
CD Stat.	-3.041*	-0.570
	(0.002)	(0.568)

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir CD istatistiği modelin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olduğunu gösterir. Model 1’de yatay kesit bağımlılığı yok edilememiştir.

#### 4.11.3.6. Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları

Granger nedensellik testinin panel versiyonunu ifade eden Dumitrescu-Hurlin panel nedensellik testi bağımlı değişkeni açıklarken bağımsız değişkenin geçmiş değerlerinin etkili olup olmadığını kontrol etmektedir. D-H panel nedensellik testi ülke özelliklerinin farklılaşabileceği kabulü üzerine heterojen katsayılara izin vermekte ve yatay kesit bağımlılığına dirençli sonuçlar vermektedir. Verilerimizin daha önceki bölümlerde yapılan incelemelerde hem heterojen eğim katsayılarına sahip hem de yatay kesitsel bağımlılık içerdiğini belirtmiştik. Hurlin & Dumitrescu (2012)’in yatay kesit sorununa daha kesin çözüm için önerdiği bootstrap tekniği ile elde edilen kritik değerlerde çalışmamızda ayrıca raporlanmıştır.

Alt orta gelir grubu panelimiz 33 ülke ve 27 yıllık bir veri setinden oluşmaktadır.  $T < N$  olduğu durumda D-H panel nedensellik testi yazarın önerisi ile  $\tilde{Z}$  (Z-bar tilde) değerleri

raporlanacak ve p değerleri ona uygun olarak eklenecektir. Gecikme uzunlukları en fazla 3 gecikme olacak şekilde her model için AIC kriterine göre belirlenmiştir. Değişkenlerimizin nedensellik testinde durağan olmaları gerektiği için daha önceki bölümlerde belirlenmiş durağanlık testleri sonuçları kullanılarak birim köklü seriler fark alındıktan sonra modele dahil edilmiştir.

Tablo 32’de alt orta gelir grubu için yapılmış Dumitrescu-Hurlin panel nedensellik sonuçları raporlanmıştır. Test hipotezleri ilk sütunda ifade edilmiş ve ilk değişkenden diğerine doğru nedensellik yoktur şeklinde kurulmuştur. Bootstrap p değeri kritik değerlerin yatay kesit bağımlılığına daha dirençli olduğu sonuçları temsil etmektedir.

Analiz sonuçlarına göre ilgilendiğimiz temel değişkenler olan ilk finansal açıklık göstergemizi ifade eden  $\ln fo$ ’dan kişi başına gelire doğru veya tam tersi durum için herhangi bir nedenselliğe rastlanamamıştır. İlgilendiğimiz ikinci finansal açıklık göstergemiz olan  $\ln fo2$ ’den kişi başına gelire doğru nedensellik tespit edilmiştir. Kişi başına gelirden  $\ln fo2$ ’ye doğru nedensellik ise normal kritik değerlere göre bulunurken, bootstrap versiyonunda herhangi bir nedenselliğe rastlanamamıştır.

Alt orta gelir grubunda kişi başına gelir ile diğer açıklayıcı değişkenler arasında ise; enflasyondan kişi başına gelire, finansal gelişmeden kişi başına gelire, kişi başına gelirden finansal gelişmeye, yaşam beklentisinden kişi başına büyümeye doğru nedensellik ilişkilerine rastlanmıştır.

**Tablo 32:** Alt Orta Gelirli Ülke Grubu Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları

Hipotezler	$\tilde{Z}$ stat.	P değeri	Bootstrap P değeri
$d\ln fo \nrightarrow d\ln GDPpcC$	<b>-0.2658</b>	<b>0.7904</b>	<b>0.7833</b>
$d\ln GDPpcC \nrightarrow d\ln fo$	<b>1.4862</b>	<b>0.1372</b>	<b>0.1233</b>
$\ln inf \nrightarrow d\ln GDPpcC$	4.6396	0.0000*	0.0033*
$d\ln GDPpcC \nrightarrow \ln inf$	1.2577	0.2085	0.2733
$\ln fdx \nrightarrow d\ln GDPpcC$	<b>3.1152</b>	<b>0.0018*</b>	<b>0.0267**</b>
$d\ln GDPpcC \nrightarrow \ln fdx$	<b>2.8119</b>	<b>0.0500**</b>	<b>0.0133**</b>
$d\ln to \nrightarrow d\ln GDPpcC$	0.7255	0.4681	0.4767

$dlnGDPpcC \nearrow dlnto$	0.6772	0.5767	0.7700
$dlnlife \nearrow dlnGDPpcC$	<b>6.8303</b>	<b>0.0000*</b>	<b>0.0033*</b>
$dlnGDPpcC \nearrow dlnlife$	<b>-0.6215</b>	<b>0.5343</b>	<b>0.6367</b>
$lnfo2 \nearrow dlnGDPpcC$	3.8421	0.0001*	0.0400**
$dlnGDPpcC \nearrow lnfo2$	1.9698	0.0489**	0.1300

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Bootstrap döngü sayısı 1000 olarak alınmıştır.

#### 4.11.4. Düşük Gelirli Ülke Grubunda Ampirik Bulgular

##### 4.11.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Düşük gelirli ülke grubunda yapılan analiz 19 ülkeyi kapsamakta ve 28 yıllık bir zaman dilimini incelemektedir.  $T > N$  yani zaman boyutu birim boyutundan büyüktür. Bu durumda yapılacak olan dört farklı birim kök testinin sonuçlarına da güvenebiliriz.

Tablo 33'te değişkenlere ve sadece finansal açıklık hesaplama yönteminin değiştiği iki farklı modelin kalıntılarına uygulanan tüm testlerin güçlü biçimde "Yatay kesit bağımlılığı yoktur" şeklindeki sıfır hipotezini reddettiğini görmekteyiz.

Düşük gelirli ülkeler grubunda dahi yatay kesit bağımlılığı bulunması yani yaşanan şoklara benzer tepkiler vermeleri küreselleşmenin iktisadi boyutunu anlamamız açısından değerli bir kanıt oluşturmaktadır. Bu ülkelerin kişi başı gelir, enflasyon, ticari veya finansal açıklık gibi verilerinin eğilimlerinin benzer olması, finansal ve iktisadi bütünleşmenin geldiği nokta açısından dikkat çekicidir.

Düşük gelirli ülke grubu test sonuçları yatay kesit bağımlılığını işaret ettiği için yapılacak birim kök, eş bütünleşme ve nedensellik testlerinde bu durum dikkate alınacak ve yatay kesitsel bağımlılığı dikkate alan testler uygulanacaktır.

**Tablo 33:** Düşük Gelirli Ülke Grubu İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

Değişkenler		CD <sub>LM1</sub>	CD <sub>LM2</sub>	LM <sub>BC</sub>	P-CD
lnGdpPc	Test-ist.	1626.268*	78.69186*	78.34001*	13.48614*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Info	Test-ist.	816.6800*	34.91438*	34.56253*	16.22543*

		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Info2	Test-ist.	1015.332*	45.65627*	45.30442*	22.35636*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lnfdx	Test-ist.	947.6507*	41.99646*	41.64461*	3.178915*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0015)
lninf	Test-ist.	415.4236*	13.21692*	12.86506*	9.092831*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lnfo	Test-ist.	968.7081*	43.13511*	42.78326*	14.20258*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
lnlife	Test-ist.	3645.431*	187.8757*	187.5238*	57.89065*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 1	Test-ist.	1532.492*	73.62105*	73.26920*	-3.284480*
		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0010)
Model 2	Test-ist.	1499.191*	71.82034*	71.46849*	-3.226476*
		(0.0000)	0.0000)	0.0000)	(0.0013)

**Not:** \* %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.  $CD_{LM1}$  Breusch and Pagan (1980) LM testini,  $CD_{LM2}$  Pesaran (2004) scaled LM testini,  $LM_{BC}$  Baltagi, Feng, ve Kao (2012) bias-corrected scaled LM testini ve P-CD Pesaran (2004) CD testini ifade etmektedir.

#### 4.11.4.2. Homojenite Testi Sonuçları

Düşük gelirli ülke için yapılan Pesaran ve Yamagata (2008)  $\hat{\Delta}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj}$  testleri ve Blomquist ve Westerlund (2013) katkısıyla delta testinin otokorelasyon ve değişen varyans hatalarına dirençli versiyonlarını temsil eden  $\hat{\Delta}_{HAC}$  ve  $\hat{\Delta}_{HAC}_{adj}$  versiyonlarının sonuçları Tablo 34’de raporlanmıştır. Her iki testte yatay kesit bağımlılığına dirençli sonuçlar almak için Bersvendesen & Ditzgen (2020) önerisi ile yatay kesit ortalamaları modele dahil edilmiştir.

Sonuçlara göre düşük gelirli ülke grubunda “Eğim katsayıları homojendir” şeklinde kurulan sıfır hipotezi reddedilmiş ve katsayıların heterojen olduğuna karar verilmiştir. Sonuçlar kurulacak eşbütünleşme modelinde dikkate alınacak ve uygun yöntemler kullanılacaktır.

**Tablo 34:** Düşük Gelirli Ülke Grubu Homojenite Testi Sonuçları

Testler		$\hat{\Delta}$	$\hat{\Delta}_{adj.}$	$\hat{\Delta}_{HAC}$	$\hat{\Delta}_{adj.} (HAC)$
Model 1	Test-ist.	6.627*	8.026*	21.821*	25.197*
	p değeri	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Model 2	Test-ist.	6.597*	7.998*	25.061*	28.956*
	p değeri	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

$\hat{\Delta}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj.}$  Pesaran ve Yamagata (2008) delta testlerini,  $\hat{\Delta}_{HAC}$  ve  $\hat{\Delta}_{adj.} (HAC)$  Blomquist ve Westerlund (2013) delta testlerini ifade eder.

#### 4.11.4.3. Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları

Düşük gelirli ülke grubu için yapılan Pesaran CIPS Panel birim kök testi sonuçları tablo 34'te gösterilmiştir. Heterojen ve yatay kesitsel bağımlılık içeren panelimiz için bu durumları dikkate alan bir birim kök testi kullanılmıştır. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinde yine Chudik ve Pesaran (2015)'in  $p_T = \lceil T^{1/3} \rceil$  formülü kullanılmış ancak her birim için sıfırdan formüle göre belirlenen maksimum gecikme uzunluğuna kadar F testi yapıp uygun gecikme belirlenmiştir.

Tabloda her değişken için sabitli ve sabit-trendi beraber içeren durumlar için sonuçlar ayrı ayrı raporlanmış, grafiksel incelemeyle bariz bir trend varsa trend içeren model tercih edilmiştir. Grafik incelemesi neticesinde oluşan tercihler koyu yapılarak belirtilmiştir. Nihai olarak değişkenin birim köklü veya durağan olduğu ile ilgili karar tablonun sağında ifade edilmiştir.

Düşük gelirli ülke grubu için yapılan Pesaran CIPS birim kök testi sonucunda bağımlı değişkenimiz  $\ln GdpPc$  ve bağımsız değişkenlerden  $\ln fo2$  ile  $\ln fdx$  birim köklü bulunurken diğer değişkenler durağan bulunmuştur. Bağımsız değişkenin birim köklü bulunmuş olması neticesinde eşbütünleşme analizi yaparak sonuçları analiz etmenin faydalı olacağı belirlenmiştir.



**Tablo 35: Düşük Gelirli Ülke Grubu Pesaran CIPS Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişkenler	Düzyey(Sabitli Model)	Birinci Fark alınmış	Düzyey (Sabitli ve Trendli Model)	Birinci Fark alınmış	Durağanlık Mertebesi
lnGdpPc	<b>-1.805</b>	<b>-5.043*</b>	-3.020*		I(1)
Info	<b>-2.714*</b>		-3.116*		I(0)
Info2	-2.477*		<b>-2.628</b>	<b>-5.293*</b>	I(1)
lnfdx	-2.252**		<b>-2.536</b>	<b>-5.595*</b>	I(1)
lninf	<b>-4.411*</b>		-4.499*		I(0)
lnto	-2.556*		<b>-2.772**</b>		I(0)
lnlife	-3.909*		<b>-2.764**</b>		I(0)

Not: \* %1 ve \*\* %5 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

#### 4.11.4.4. Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Düşük gelirli ülke grubu ülkelere ait değişkenlerin bağımlı değişken ve bazı bağımsız değişkenlerin durağan olmaması durumu göz önüne alınarak uzun dönemli ilişkinin tespiti amacıyla iki farklı eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Değişkenlerimiz yatay kesit bağımlılığı içermekte ve katsayıların homojen olmaması nedeniyle ikinci nesil eşbütünleşme testleri uygulanmıştır.

Yapılan ilk test Lm Bootstrap eşbütünleşme testi olup, kritik değerler öz çıkarım metodu ile elde edildiğinden yatay kesit bağımlılığına dirençli sonuçlar vermektedir. Test sonuçları Tablo 36’te gösterilmiştir. Sıfır hipotezi eşbütünleşme vardır şeklinde kurulan testte, sonuçlara göre hem model 1 hem model 2’de sabitli ve sabit trendi beraber içerdiren modeller için eşbütünleşme vardır hipotezi reddedilememiştir. Düşük gelir grubu ülkeler için kişi başına gelir ile finansal açıklık ve diğer değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığından söz edilebilir.

**Tablo 36:** Düşük Gelirli Ülke Grubu Bootstrap Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TESTLER	LM istatistiği	Bootstrap P-değeri
LM Bootstrap (Model 1)		
Lm Statistic (Sabitli Model)	13.373	0.964*
Lm Statistic (Sabitli ve Trendli Model)	21.819	0.972*
LM Bootstrap (Model 2)		
Lm Statistic (Sabitli Model)	13.450	0.949*
Lm Statistic (Sabitli ve Trendli Model)	22.642	0.904*

**Not:** Bootstrap yinleme sayısı 10000 olarak alınmıştır. \* %1 anlam düzeyinde sıfır hipotezinin reddedilemediğini göstermektedir.

Bağımsız değişkenlerimizden bazılarının durağan olması sebebi ile sağlama amaçlı yaptığımız ve bağımlı değişkenin durağan ancak bağımsızların durağan veya birim köklü olmasına izin veren Durbin Hausman eşbütünleşme testi daha sağlıklı sonuçlar verecektir. Bu test aynı zamanda yatay kesit bağımlılığına dirençli ikinci nesil bir testtir. Test sonuçları Tablo 37’de raporlanmıştır. Group ve panel şeklinde iki farklı sonuç raporlanan testte heterojen paneller için group sonuçları dikkate alınmalıdır. Testin sıfır hipotezi eşbütünleşme yoktur şeklinde kurulmuştur. Sonuçlara göre hem model 1 hem model 2 için grup istatistiklerine bakıldığında sıfır hipotezi yüzde 1 anlamlılık düzeyinde kuvvetli şekilde reddedilmiştir. Bu sonuçlara göre düşük gelir grubunda kişi başına gelir ile finansal açıklık ve diğer değişkenler arasında en azından bazı ülkelerde uzun dönemli ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

**Tablo 37:** Düşük Gelirli Ülke Grubu Durbin Hausman Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları

TESTLER	Test istatistiği	P-değeri
Durbin Hausman (Model 1)		
Durbin Hausman Group	19.220	0.000*
Durbin Hausman Panel	2.217	0.013
Durbin Hausman (Model 2)		
Durbin Hausman Group	3.917	0.000*
Durbin Hausman Panel	0.732	0.232

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Heterojen panellerde group istatistikleri dikkate alınmalıdır.

#### **4.11.4.5. Düşük Gelirli Ülke Grubu Model Tahmin Sonuçları**

Düşük gelirli ülke grubu veri ulaşılabilirliği açısından kısıtlayıcı durumların olduğu bir gelir grubudur. Yapılan analizlerin çoğu tam dengeli panel veri gerektirdiği için bu grupta 19 ülkenin ancak 28 yıllık verisi ile çalışma imkânı bulunabilmiştir. Ülke sayısının zaman periyodundan düşük olması kullandığımız CCE ve AMG modelinde sıkıntılar oluşturmakta, açıklayıcı değişkenlerin anlamlılıkları ve modelin yatay kesit bağımlılığını yok edebilme kabiliyeti azalmaktadır. Bu sebeple dört farklı modelin alt versiyonları ile 8 adet model tahmin edilip Tablo 38’de raporlanmıştır. Uluslararası varlık ve yükümlülüklerin toplamının milli gelire oranı ile hesaplanan finansal açıklık göstergemiz Info anlamlı veya anlamsız olduğu her modelde negatif katsayıya sahiptir. Böylelikle Info ile kişi başına gelir arasında negatif yönlü bir ilişkinin var olduğunu belirtebiliriz. Finansal açıklık göstergemizin net uluslararası varlıkların milli gelire oranı olarak ifade edildiği Info2 finansal açıklık göstergesi ise yine anlamlı olduğu her modelde pozitif katsayıya sahiptir. Lnfo2 finansal açıklık göstergesi ile kişi başına gelir arasında düşük gelirli ülke grubunda bazı modellere göre pozitif bir ilişki mevcuttur diyebiliriz.

Tahminciler arasında CD-Test sonuçlarına göre yatay kesitsel bağımlılığı yok etmekte en başarılı olan PDOLS modelidir. Heterojen paneller için geliştirilen model sadece eşbütünleşik seriler ile kurulabilmekte ve zaman serisindeki dinamik OLS yönteminin panel için genişletilmiş halini ifade etmektedir. PDOLS yöntemi veriyi zamana indirgeyerek yıl kuklaları ekleme yöntemi ile yatay kesit sorununu dikkate almaya çalışır ancak bu daha karmaşık yatay kesit bağımlılıkları için yeterli olmayabilir(Neal, 2014). Verilerimizde tüm testlerde yatay kesit bağımlılığı var olduğu için bu sonuçlara daha dikkatli bakmak gerekecektir. PDOLS modelinde de Info ile kişi başına gelir arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki mevcutken, Info2 anlamsız olmakla beraber katsayısı pozitif olarak belirlenmiştir.

**Tablo 38:** Düşük Gelirli Ülke Grubu Model Tahmin Sonuçları

Model	lninf	Info	lnfdx	lnto	lnlife	Info2	CD Test	P-Değeri
CCEMG	0.0239	-0.0212	0.0670**	-0.0045	0.6632	-0.5563	-2.63	0.0086
CCEMG Trend	0.026359	-0.03813	0.048472	-0.00523	2.289709	-0.3154	-2.73	0.0064
MG	-0.0391**	-0.0990**	0.0337	0.0821**	1.0038**	3.3897***	1.61	0.107
AMG	0.0047	-0.022***	-0.0093	0.0178	0.0448	0.5380**	-1.334	0.182
AMG Trend	0.0088	-0.0106	0.0099	0.0229	0.4243	0.3088	-1.39	0.165
AMG-AUG (Düzy)	-.0289***	-0.0705**	0.0089	0.0185	0.2021	1.4807	-1.286	0.199
FE-DK(1 lag)	-0.053***	-0.047***	0.0019	0.2401*	0.7485*	1.3955**	-1.856	0.063
PDOLS	-0.0555*	-0.0614*	-0.0974*	0.0313***	0.8628*	1.651	-0.485	0.628

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. CD istatistiği yatay kesit bağımlılığı testini ifade etmektedir.

#### 4.11.4.6. Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları

Granger nedensellik testine dayanan Dumitrescu-Hurlin panel nedensellik testi iki durağan seri arasındaki ilişkiyi incelerken bağımlı değişkenin bugünkü değerleri üzerinde bağımsız değişkenin geçmiş değerlerinin açıklayıcılığı var mı sorusuna dayanmaktadır. Eğim katsayıları heterojen ve yatay kesitsel bağımlılık içeren panel verimiz için bu durumları dikkate alan D-H panel nedensellik testi uygulanmıştır. D-H panel nedensellik testi sonuçları yapılan simülasyonlarda birçok yatay kesit bağımlılık durumuna karşı dirençli sonuçlar vermiş olsa da yine yazarın önerisi ile kritik değerlerin bootstrap teknikleri ile belirlendiği değerlere dayanan p değerleri de raporlanmıştır.

Düşük gelirli ülke panelimiz 19 ülke ve 28 yıllık bir veriden oluşmaktadır.  $T > N$  olması sebebi ile  $Z$  bar istatistiği ( $\bar{Z}$ ) dikkate alınarak raporlanmıştır. Gecikme uzunlukları her model için ayrı olmak üzere en fazla 3 gecikme olacak şekilde AIC kriterine göre belirlenmiştir. D-H nedensellik testinde değişkenlerin durağan olması gerektiği için daha önce yapılan birim kök testleri dikkate alınarak durağan olmayan seriler birinci farkları alınarak modele dahil edilmiştir.

Tablo 39'da düşük gelirli ülke grubuna ait panelin Dumitrescu-Hurlin panel nedensellik testi sonuçları raporlanmıştır. Analiz sonuçlarına göre asıl ilgilendiğimiz açıklayıcı değişken olan finansal açıklık göstergelerimizden ilki Info'dan kişi başına gelire doğru

nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ancak diğer finansal açıklık göstergemiz olan *lnfo2*'den kişi başına gelir arasında çift yönde de nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Diğer açıklayıcı değişkenlerimiz ile kişi başına gelir arasındaki nedensellik ilişkilerine baktığımızda; kişi başına gelirden enflasyona, ticari açıklıktan kişi başına gelire, kişi başına gelirden ticari açıklığa, yaşam beklentisinden kişi başına gelire ve kişi başına gelirden yaşam beklentisine doğru nedensellik ilişkilerine rastlanmıştır.

**Tablo 39:** Düşük Gelirli Ülke Grubu Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sonuçları

Hipotezler	Z-bar stat. ( $\bar{Z}$ )	P değeri	Bootstrap P değeri
$lnfo \rightarrow d \ln GDPpcC$	<b>4.0071</b>	<b>0.0001*</b>	<b>0.0267**</b>
$d \ln GDPpcC \rightarrow ln fo$	<b>1.5837</b>	<b>0.1133</b>	<b>0.1633</b>
$lninf \rightarrow d \ln GDPpcC$	0.4580	0.6469	0.6833
$d \ln GDPpcC \rightarrow lninf$	2.4822	0.0131**	0.0667
$d \ln fdx \rightarrow d \ln GDPpcC$	<b>0.3820</b>	<b>0.7025</b>	<b>0.7567</b>
$d \ln GDPpcC \rightarrow d \ln fdx$	<b>-1.3936</b>	<b>0.1634</b>	<b>0.2133</b>
$lnto \rightarrow d \ln GDPpcC$	2.8227	0.0048*	0.0700***
$d \ln GDPpcC \rightarrow lnto$	4.7353	0.0000*	0.0100*
$lnlife \rightarrow d \ln GDPpcC$	<b>8.6919</b>	<b>0.0000*</b>	<b>0.0367**</b>
$d \ln GDPpcC \rightarrow lnlife$	<b>2.3769</b>	<b>0.0175**</b>	<b>0.1267</b>
$d \ln fo2 \rightarrow d \ln GDPpcC$	-0.0275	0.9780	0.9833
$d \ln GDPpcC \rightarrow d \ln fo2$	0.8514	0.3945	0.4500

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Bootstrap döngü sayısı 1000 olarak alınmıştır.

#### 4.12. Ampirik Sonuçların Toplu Değerlendirilmesi

Uzun dönem katsayı tahmininde kullandığımız CCEMG ve AMG modellerinin katsayı çıktılarını ülke gruplarına göre toplu halde değerlendirmek için aşağıda özet tablolar oluşturulmuştur. Düşük gelir grubu sonuçları daha önce de açıklandığı gibi ülke sayısının azlığı ve veri raporlamalarda muhtemel sorunlar nedeniyle CCEMG ve AMG

modellerinde anlamsız sonuçlar raporlamış ve kurulan modellerin yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olamadığı gösterilmiştir; bu sebeple düşük gelir grubu ülkeler için 8 farklı model tahmini yaparak yorumlanmıştır.

Tablo 41 ve 42’de yüksek, üst-orta ve alt-orta gelir grubu için CCEMG modelinin panel katsayıları raporlanmıştır. Model kontrol değişkenleri dışlanmış tahminleri ile tutarlılık göstermektedir. Uluslararası varlık ve yükümlülükler toplamının milli gelire oranı olarak ifade edilen ve hacim göstergesi olarak tanımlayabileceğimiz finansal açıklık göstergemiz Info, her ülke grubunda ve kontrol değişkenlerinin dışlandığı modellerde dahil olmak üzere, büyüme üzerine negatif etkiler göstermekte ve katsayılar benzeşmektedir.

Uluslararası varlıklardan yükümlülüklerin çıkartılması ile elde edilen ve net uluslararası yatırım pozisyonunu gösteren Info2, finansal açıklık göstergemiz ise her ülke grubunda ve kontrol değişkenlerinin dışlandığı modellerde dahil olmak üzere büyüme üzerine pozitif ilişkiler göstermektedir.

**Tablo 40: CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları**

	CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları					
	lninf	Info	lnfdx	lnto	lnlife	Info2
Yüksek Gelirli Ülkeler	-0.0614**	-0.0394*	0.0111	0.1052*	1.1162	0.7292
Üst Orta Gelirli Ülkeler	-0.0492*	-0.0250**	-0.0343**	0.0563*	0.0168	2.6869*
Alt Orta Gelirli Ülkeler	-0.0310**	-0.0475**	0.0252	0.0069	2.3333	1.2058***

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

**Tablo 41: CCEMG Modeli Tahmin Sonuçları (Kontrol Değişkensiz)**

	CCEMG Modeli (Kontrol Değişkensiz)	
	Info	Info2
Yüksek Gelirli Ülkeler	-0.0159***	0.6470***
Üst Orta Gelirli Ülkeler	-0.0275*	0.8662**
Alt Orta Gelirli Ülkeler	-0.0218***	0.898***

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir

Çalışmamızda; Kraay (1998), Soto (2000), Mody ve Murshid (2005), Ranciere vd. (2006), D. P. Quinn ve Toyoda (2008), Kose, Prasad ve Terrones (2008), Bonfiglioli (2008), Osada ve Saito (2010), Choong vd. (2010), Gehringer (2013), Aizenman vd. (2013), Herwartz ve Walle (2014), Nasreen vd. (2020), Bhanumurthy ve Kumawat (2020)’ın çalışmaları ile uyumlu sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmaların metotları,

kapsamları ve sonuçları farklı olsa da finansal açıklığın belli şartlar altında büyüme üzerine olumlu etkiler gösterebileceği konusunda hemfikirlidir. Erken dönem çalışmalar finansal gelişmenin, kurumsal yapının, beşerî sermaye farklarının uluslararası yatırım çekmede ve bu yatırımların etkinlik artırıcı ve nihayetinde büyümeyi artıran etkileri belirlemede önemli olduğu üzerinde durmuşlardır. Ancak küreselleşme ile özellikle finansal araçlar ve kurumların gelişiminin maliyetleri tüm dünyada azalmış ve yaygınlaşmaları kolaylaşmıştır. Bu bakımdan yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerine etkilerinin bağlı olduğu varsayılan kurumsallaşma kriterlerinin önemi azalmıştır. Özellikle doğrudan yabancı yatırımlar alanındaki yabancı sermaye, ülkelerin kurumsal gelişimlerine göre değil kaynak etkinliğine göre her ülkede yatırımlar yapmaktadır. Örneğin Çin şirketleri, Afrika’da ciddi yatırımlar yapmakta ve kendi finansal kuruluşlarını da beraberlerinde götürmekte, Amerikan ve Avrupa şirketleri ise kurumsal yapıları çok sınırlı olsa dahi birçok ülkede petrol ve madencilik alanında yatırım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Çalışmamız 28 ve 36 yıllık verilerle finansal serbestleşmenin getirdiği uluslararası sermaye akımlarının büyüme üzerine uzun vadeli etkilerini anlamaya çalışmaktadır.

Çalışmamızda uzun dönem tahminçileri gözlenemeyen ortak faktörlerin etkilerini farklı şekilde ele alan AMG ve CCEMG tahminçileri ile ele almaya çalıştık. Böylece sonuçları iki farklı yöntemle teyit etme imkânımız oluştu. Tablo 42. ve 43’te toplu şekilde raporlanan AMG tahminçisi sonuçları da CCEMG modeli ile benzerlik göstermektedir. Kontrol değişkenlerinin var olduğu veya dışlandığı her iki modelde de hacim değişkeni olarak ifade edebileceğimiz Info ile büyüme arasında negatif ve anlamlı ilişkiler mevcutken, net uluslararası yatırım pozisyonunu ifade eden Info2 değişkenimiz ise her ülke grubunda büyüme üzerine pozitif ve anlamlı ilişkilerin varlığına işaret etmektedir. CCEMG modelinde olduğu gibi net uluslararası yatırım pozisyonunun büyüme üzerine etkisi ülkelerin gelir seviyeleri azaldıkça artmaktadır.

**Tablo 42:** AMG Modeli Tahmin Sonuçları

	AMG Modeli Tahmin Sonuçları					
	lninf	Info	lnfdx	Into	lnlife	Info2
Yüksek Gelirli Ülkeler	-0.0313**	-0.0479*	0.0121	0.0805*	0.064	0.8755*
Üst Orta Gelirli Ülkeler	-0.0318*	-0.0330*	-0.0410*	0.0370**	-0.273***	1.4492*
Alt Orta Gelirli Ülkeler	-0.0102	-0.0417***	0.0194	0.0279	0.8134*	1.7061*

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

**Tablo 43:** AMG Modeli Tahmin Sonuçları (Kontrol Değişkensiz)

	AMG Modeli (Kontrol Değişkensiz)	
	Info	Info2
Yüksek Gelirli Ülkeler	-0.0192*	0.8241*
Üst Orta Gelirli Ülkeler	-0.0282*	0.5689*
Alt Orta Gelirli Ülkeler	-0.0384**	3.0338*

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir

Terrones, Kose ve Prasad (2007) çalışmalarında finansal entegrasyonun ya da finansal açıklığın teorik beklentilerinden olan risk paylaşımı etkisini, iç tüketimdeki oynaklık üzerinden ölçmeye çalışmıştır. Çalışma risk paylaşımı konusunda finansal açıklığın etkisini incelemek için en etkili finansal açıklık göstergesinin, bizim de çalışmamızda kullandığımız uluslararası yatırım pozisyonundan elde edilen varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranı olan gösterge olduğunu belirtmiştir. Teori finansal entegrasyon sayesinde yurtdışından borçlanmanın içerde daha az dalgalı bir tüketim seyri sağlayacağını ve aynı zamanda içerdeki yatırımcının daha yüksek getirili uluslararası yatırımlarda bulunmasının da gelir etkisi vasıtasıyla iç tüketimi daha az dalgalı hale getireceğini belirtmektedir. Aynı zamanda yatırımcıların uluslararası piyasalarda farklı yatırım tercihlerinde bulunmaları, yerel daralma veya kriz dinamiklerinden daha az etkilenmeleri gibi yine tüketimi olumlu etkileyen bir sonuç doğurabileceğini belirtmektedir. Terrones vd, (2007) yaptığı çalışma teorik beklentilerin tam olarak karşılanamadığı sonucunu bulmuştur. Çalışma 69 ülke ve 1973-86 ve 1987-2004 yıllarını incelemiş ve ülkeleri gelir sınıflarına ve finansal entegrasyon derecelerine göre sınıflamıştır. Sonuç olarak çalışma finansal açıklığın uluslararası risk paylaşımı ve tüketim dalgalanmalarını azaltma etkisinin çok düşük bir katsayı ile gelişmiş ülkelerde var olduğunu, gelişmekte olan ülkelerde bir etkisinin olmadığını bulmuştur. Risk paylaşımı ve dalgalanmaları azalmış bir tüketim eğiliminin nihai olarak ekonomik büyümeyi ve kişi başına geliri olumlu etkileyeceği açıktır. Bizim çalışmamız daha uzun bir dönemi ve daha fazla ülkeyi kapsayarak bu nihai etkinin kişi başına gelirden oluşup oluşmadığını incelemiştir. Finansal açıklık değişkeni olarak Info kullanan modellerimizin tamamında ve tüm ülke gruplarında uzun vadede büyüme üzerine etkiler olumsuz çıkmaktadır. Gelişmiş ülkeler veri setimiz Terrones vd, (2007) setinden farklı olduğu için sonuç farklılaşmıştır ancak Terrones vd, (2007) çalışmasının sonuçlarında da finansal açıklığın gelişmiş ülkeler veri setindeki etkileri oldukça sınırlıdır. Bu bakımdan



sonuçlarımız finansal liberalizasyonun beklenen teorik faydalarından riskin uluslararası düzeyde paylaşımı ve tüketim dalgalanmalarını azaltıcı etkilerinin gerçekleşmediğini göstermektedir.

Çalışmamızın raporlanan kısmı dışında uluslararası varlık ve yükümlülükler tablosundan türetilebilecek diğer finansal oranların da büyümeye etkisi incelenmiştir. Bunlar:

- Net uluslararası yükümlülüklerin milli gelire oranı: (Yükümlülükler-varlıklar)/GSYİH
- Uluslararası varlıklar/GSYİH
- Uluslararası yükümlülükler/GSYİH

Çalışmamızda raporlanan Info, varlık ve yükümlülüklerin toplamının milli gelire oranı ve Info ise net varlıkları yani uluslararası varlıklardan yükümlülüklerin çıkartılması ile elde edilmiştir.

Bu beş farklı göstergeden büyüme üzerine her ülke grubunda pozitif ilişkilerin var olduğunu gösteren tek gösterge Info2'dir. Net uluslararası varlıkların milli gelir içindeki payının artması büyümeyi olumlu etkilemektedir. Net uluslararası varlıkların artması ülkenin sermaye ihracatçısı olduğu durumu ifade eder. Sermaye ihraç eden ülkeler içinde belirli yatırım doygunluğuna ulaşmış ülkelerdir. Bu sayede finansal varlıklarını daha yüksek getiri elde edebilecekleri ülkelerde değerlendirebilirler. Bu verinin yorumlanması oldukça zordur ancak net uluslararası varlıkların milli gelire oranının artması üç farklı dinamiği ifade eder. Bu veri birinci olarak ülke dışına yapılan sermaye ihracını, ikinci olarak sermaye ithalatını ve bu ikisi arasındaki farkın milli gelire oranını ifade etmektedir. Net uluslararası varlıkların milli gelire oranının artması, ülkenin yeterli sermayeye sahip ve sermaye ihraç eden ve bu sermaye ihracının da milli gelire oranı yıllara göre artan bir durumu ifade etmektedir. Ayrıca uluslararası varlıklarda ciddi bir artış olmadığı ancak yükümlülüklerin azaldığı durumda da Info2 artacaktır.

Tablo 44'te uluslararası varlıkların milli gelire oranı ile gösterilen veri; yüksek gelirli ülkelerde büyüme üzerine negatif etkiler gösterirken, üst orta ve alt orta gelir gurubunda anlamsız sonuçlar raporlamıştır. Bu sonuçtan anladığımız kadarı ile sadece uluslararası varlıkların yani sermaye ihracının büyüme etkileri belirsiz veya negatiftir. Info2 ise daha dengeli bir durum koşulu ile büyüme etkilerinin pozitif olduğu bir durumu ifade etmektedir. Sørensen, Wu, Yosha ve Zhu (2007) yılında yaptıkları çalışmada yabancı

varlık tutmanın gelir ve tüketim dalgalanmalarını azaltıp azaltmadığını incelemiştir. Çalışma uluslararası yatırımcı olarak sınıflandırılabilir 18 OECD ülkesini, 1993-2001 yılları arasında, bizim de çalışmamızda kullandığımız Lane and Milesi-Ferretti'nin hazırladığı veri setini kullanarak incelemiştir. Sonuç olarak uluslararası varlıkların milli gelire oranının artışının gelir dalgalanması üzerine etkisi azaltıcı ve anlamsız ancak tüketim dalgalanması üzerine etkisi azaltıcı ve anlamlı bulunmuştur. Gelir ve tüketim dalgalanmalarının etkilerinin belirgin ve anlamlı olduğu tarihler ancak uluslararası varlıkların milli gelir içinde önemli paya sahip oldukları 90'ların sonunda gerçekleşmiştir. Uluslararası varlıklar ülkeye gelir getirirken, yükümlülükler de faiz ve kâr payı olarak gelir azaltıcı etkiye sahiptirler. Bu sebeple ikisi arasında ancak dengeli bir politika izlenirse milli gelire katkı sağlanacaktır.

**Tablo 44:** Uluslararası Varlık ve Yükümlülükler Tablosundan Elde Edilen Diğer Göstergelerin Kişi Başına Gelirle İlişkileri

	(Varlık+Yükümlülük)/ GSYİH	(Yükümlülük- Varlıklar)/GSYİ H	Varlık/GSYİH	Yükümlülük/ GSYİH
<b>Yüksek Gelir</b>				
CCEM	-0.0393*	-0.0726***	-0.0358*	-0.0358*
G				
AMG	-0.0478*	-0.0849*	-0.0348*	-0.0380*
<b>Üst Orta Gelir</b>				
CCEM	-0.0633*	-0.2971*	-0.0253	-0.0789*
G				
AMG	-0.0326*	-0.1103*	0.0012	-0.0309*
<b>Alt orta Gelir</b>				
CCEM	-0.0475**	-0.1311*	0.01305	-0.0724*
G				
AMG	-0.0417***	-0.0417*	-0.0118	-0.0356**

**Not:** \* %1, \*\* %5 ve \*\*\* %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

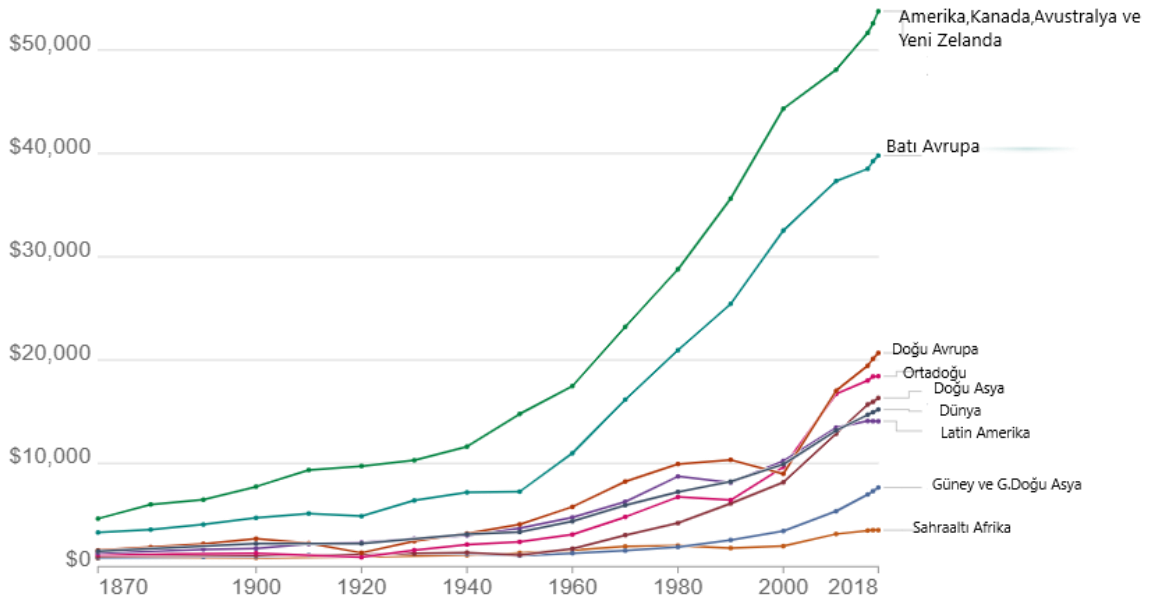
Ohta (2015), Feldstein-Horioka (FH) hipotezini 1975-2013 yılları için tekrar inceledikleri çalışmalarında milli gelir artışını açıklamaya çalıştıkları denklemlerinde finansal entegrasyon göstergesi olarak net sermaye girişi verisini kullanmışlardır. Çalışmamızdaki verilerden net uluslararası yükümlülüklerden uluslararası varlıkların çıkartıldığı veriye tekabül eden gösterge ile hem OECD hem de gelişmekte olan ülkeler üzerine 1980-2013 arasında 5 yıllık pencerelede tahminlerde bulunmuşlardır. OECD ülkeleri dikkate alındığında net yabancı sermaye girişi 1975-1979 ve 2001-2005 yılları arasında büyüme

oranları ile pozitif ilişkiler göstermektedir. 1986-1990, 1991-1995 ve 2000-2013 yılları arasında ise büyüme etkileri negatiftir ki bu yıllar bölgesel veya küresel krizlerin yaşandığı yıllardır. Yazarlar bunun sebebini uluslararası yatırımların konsantre bir yapıya bürünerek spekülative ve üretken olmayan sektörler üzerinden kar peşinde olmalarına bağlamaktadır. Çalışmada gelişmekte olan ülkeler için 1980-2000 yılları arasında net yabancı sermaye girişinin büyüme üzerine pozitif ilişkiler gösterdiğini belirtmiştir. Ancak ilişkinin katsayısı her 5 yıllık periyotta azalmaktadır. 2000’li yıllar itibari ile de net yabancı sermaye girişinin büyüme üzerine etkileri gelişmekte olan ülkeler için anlamsız hale gelmektedir. Yazar bunu gelişmekte olan ülkelerin henüz finansal kurumlarının gelişmediği 1980-1995 aralığında uluslararası yatırımların daha çok doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde olmasına bağlamaktadır. 1990’lı yılların ortasında itibaren uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkeler içinde daha çok kısa vadeli borçlar ve spekülative yatırımlara dönüşmüştür. Bu sebeple büyüme etkileri bu tarihten sonra kaybolmaktadır.

Çalışmamızda kullanılan Info2 net uluslararası varlıkları ifade ederken aslında denklemden varlık ve yükümlülüğün yeri değiştiğinde net uluslararası yükümlülükleri ifade eder hale gelmektedir. Tablo 44’te bu durum ayrıca raporlanmıştır. Net uluslararası yükümlülüklerin milli gelire oranındaki artış neredeyse tüm ülke gruplarında büyüme üzerine negatif etkiler göstermektedir. Bu durum Ohta (2015)’in çalışmasıyla paralellik göstermektedir. Spekülative ve konsantre haldeki uluslararası sermayenin büyüme etkileri tüm ülkelerde negatiftir.

## SONUÇ

İktisadi globalizasyon iki ana formdan oluşmaktadır. Birincisi mal ve hizmet ticaretinin serbest bırakılması ve teşvikiyle oluşur. İkinci formu ise finansal liberalizasyondur ve sermayenin serbest dolaşımını ifade eder. Son 200 yılda ilk belirgin globalizasyon dönemi 1870 ile 1914 yılları arasını kapsamaktadır. Dünya ticareti bu dönemde hızla artarken uluslararası sermaye akımlarında da ciddi artışlar yaşanmıştır. Söz konusu dönemde Avrupa ve Avrupa orijinli (Amerika, Kanada, Avustralya ve Yeni Zelanda) devletlerin kişi başına gelirleri iki katına çıkarken dünyanın geri kalan ülkelerinde kişi başına gelir artışları sınırlı da olsa artış göstermiştir. Bu durumu Şekil 10'dan anlayabiliriz. 1870-1914 yılları arasındaki finansal akımlar ise gelişmiş dünya arasında ve kolonilerine doğru olmuştur. Zaklan vd. (2006), 1870-1914 arasındaki finansal akımların büyüme üzerine etkilerini inceledikleri çalışmalarında, etkinin anlamlı olması için finansal akımların gittiği gelişmekte olan ülkelerde Avrupalı nüfusun varlığının önemli olduğunu tespit etmişlerdir. Ticaretin, finansal akımların ve büyümenin arttığı ilk globalizasyon çağı 1. Dünya savaşı ile son bulmuştur. 2. Dünya savaşının bitişi ve Bretton Woods toplantıları ile ikinci globalizasyon çağının temelleri atılmıştır. Bu toplantılar neticesinde; uluslararası finansal sistemin organizasyonu amacıyla IMF, savaş sonrası kalkınmanın sağlanması için Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (Dünya Bankası) ve birkaç yıl sonra ticaretin organizasyonu ve serbest ticaret hedefiyle Dünya Ticaret Örgütü kurulmuştur.



**Şekil 14:** Kişi Başına Gelir, 1870-2018

**Kaynak:** Bolt vd. (2020), Dünya Bankası verileri ile ourworldindata.org tarafından görselleştirilmiştir.

2. Dünya savaşı ile 1973 petrol krizine kadar geçen sürede Keynesyen politikaların hâkim olduğu bir dönem yaşanmıştır. Bu dönemde doların altın değeri sabit tutulmuş ve uluslararası sıcak para akımlarına hoş bakılmamıştır. Sistem Amerika cari fazla verdiği sürece ve diğer ülkelerin cari açıklarını kapattığı sürece işlemeye devam etmiştir. Ancak savaş sonrası toparlanan Avrupa ve Japonya 1960'larda cari fazla vermeye ve altın-dolar sistemini kullanarak cari fazlalarını altına çevirmeye başlamışlardır. Diğer ülkelerin üretim yapılarının toparlanması neticesinde Amerika hem ticaret açığı hem cari açık verir duruma gelmiştir. Bu durumda sabit döviz kurunu savunmak zorlaşmıştır. Petrol krizi ile doların altına sabit değerde olması sisteminden vazgeçilmiştir. Böylece neo-klasik politikalar eşliğinde etkin piyasa hipotezleri çerçevesindeki modellere geçiş olmuştur(Davidson, 2002).

Bretton-Woods sisteminin çökmesi ile birlikte, döviz kurları ve sermaye hareketleri serbest bırakılarak piyasanın en etkin durumda dengeyi sağlayacağına dair görüşler hâkim olmuştur. Bu açıdan bakıldığında McKinnon-Shaw finansal liberalizasyon hipotezinin 1973 yılında yayınlanması tesadüf değildir. Finansal liberalizasyon teorisinin, finansal sistemin gelişmesi ve ekonomik büyüme arasında doğrudan bir sebep sonuç ilişkisi olduğuna dair bir ön kabulü bulunmaktadır. Bu kabule dayanarak finansal sistemin gelişmesi için öncelikle üzerindeki baskıların kaldırılması gerekmektedir. Baskıdan

kastedilen ise faiz oranları üzerindeki kamusal ayarlamalardan ve bankacılık sistemindeki devlet sahipliğinden vazgeçilmesidir. İç finansal sistemde faiz oranlarının serbest bırakılmasından sonraki aşama ise yabancı sermayenin girişine izin vermektir. Böylece sermayenin uluslararası dağılımında etkinlik sağlanacaktır. Neoklasik büyüme modellerine göre ise emek sermaye oranı, sermaye lehine arttıkça emeğin marjinal verimliliği artacak ve büyüme oranları bir üst patikaya geçecektir. Ancak finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasında beklenen ilişkiler uygulamada gerçekleşmemiştir. Yabancı sermaye çoğunlukla hızlı çıkış yapmaya uygun spekülatif yatırımları tercih etmiş ve finansal serbestleşme politikalarını izleyen ülkelerde sürdürülemez borç yapılarına, finansal kırılganlığa ve en önemlisi makroekonomik politika özerkliğinin kaybolmasına yol açmıştır. Akyüz (1993) gelişmekte olan ülkelerin asıl ihtiyacı olan politikaların sanayileşme ve finansal istikrar olduğunu ve aslında modern zamanlarda gelişen tüm ülke örneklerinin sıkı finansal sistem kontrolü altında, sanayileşme politikaları sayesinde gerçekleştiğini belirtir.

Bu bakımdan hızlı finansal serbestleşme politikalarından veya sadece finansal serbestleşmeye dayalı kalkınma ve büyüme modellerinden beklenen hedefler elde edilememiştir.

Çalışmamızda finansal liberalizasyon teorileri ve onlara yapılan eleştiriler aktarıldıktan sonra finansal serbestleşme ve büyüme ilişkisi teorik çerçevede incelenmiştir. Finansal serbestleşme sonrası kriz yaşayan ülkelere örnekler seçilerek yapılan hatalar incelenmiştir. Finansal serbestleşmenin birçok ülkede krizlerle neticelenmesi sonrasında, serbestleşmeyi savunan literatürde yapılan güncellemeler aktarılmıştır. Bu güncellemeler temelde finansal serbestleşme öncesinde yeterli kurumsal gelişimin sağlanmadığına ve serbestleşme sıralamasının hatalı olduğuna dayanmaktadır. Ayrıca finansal akımların bazılarının iyi bazılarının ise kırılganlık kaynağı olduğuna dair literatür ve finansal serbestleşmenin maliyetleri de aktarılarak, maliyetler çerçevesinde kısa bir Türkiye incelemesine yer verilmiştir.

Çalışmamızın ampirik kısmında verisine ulaşılabilen ve dünya milli gelirinin neredeyse yüzde 90'ını temsil eden bir panel veri seti ile finansal açıklığın kişi başına düşen gelire etkisi incelenmiştir. Ülkeler Dünya Bankası'nın gelir sınıflandırması baz alınarak dört gruba ayrılmış ve bu sayede her ülke grubu için politik tavsiye yapılabilir sonuçlar elde

edilmiştir. Finansal açıklık göstergesi olarak var olan durumu ve değişimleri daha iyi ifade eden de jure göstergeler kullanılmıştır. Bu göstergelerden ilki ülkeye giren ve çıkan finansal akımların stok değerlerinin toplamından türetilmişken diğeri ise net uluslararası yatırım pozisyonuna dayanmaktadır. Bu sayede finansal akımların hacminin mi yoksa net varlıkların mı büyüme üzerindeki etkisini ayırtırmaya imkân tanınmıştır.

Metot olarak güncel panel teknikleri kullanılmıştır. Panel veri literatüründe son yıllarda yatay kesit bağımlılığının ve birim köklü verilerin oluşturduğu sapmaları giderecek yöntemler geliştirilmiştir. Ayrıca panel içindeki ülkelerin katsayılarının homojen olduğu varsayımının da analiz sonuçlarında sapmalara neden olacağı bilinmektedir. Çalışmamızda her üç sorunu da dikkate alarak bu sorunların varlığı altında eşbütünleşme testleri yapılmış ve var olan uzun dönemli ilişkiler; yatay kesit bağımlılığı, birim köklü veriler ve heterojen eğim katsayılarını dikkate alan AMG ve CCEMG tahmincileri ile elde edilmiştir. Ayrıca yine sayılan üç sorunu dikkate alan nedensellik testleri yapılmıştır.

Yüksek gelirli, üst-orta gelirli, alt-orta gelirli ve düşük gelirli ülkelere ait panel veri analizinde yapılan yatay kesit bağımlılığı testlerine göre hem değişkenlerimiz hem de kurulan modellerin kalıntılarına yapılan testlerde kuvvetli yatay kesit bağımlılığı ile karşılaşmıştır. Yine gelir gruplarına göre sınıflandırılan panelimizin tamamında ülkelere ait eğim katsayılarının heterojen olduğu tespit edilmiştir. Yapılan birim kök testlerinde ise bağımsız değişkenlerin bazıları durağan çıkmıştır ancak kişi başına gelir yani bağımlı değişkenimiz her ülke grubunda birim köklü çıkmıştır. Bağımlı değişkenin birim köklü çıkması neticesinde bu durum dikkate alınmadığında sahte regresyon sonuçlarına neden olabilir. Bu durum dikkate alınarak uzun dönem ilişkinin varlığı eşbütünleşme testleri ile kontrol edilmiştir. Her ülke grubunda kurulan her iki model içinde yapılan eşbütünleşme testleri uzun dönemli ilişkinin varlığına işaret etmektedir.

Yüksek gelir grubunda uzun dönem ilişkisinin tespiti için CCEMG ve AMG yöntemleri kullanılmıştır. Kontrol değişkenlerinin olduğu ve olmadığı iki ayrı model tahmin edilerek, kontrol değişkenlerin sonuçlarda ciddi sapmalara neden olup olmadığı araştırılmış ve sonuçlarda ciddi değişimlerle karşılaşmamıştır. Yüksek gelir grubu ülkelerde Info yani uluslararası varlık ve yükümlülüklerin toplamının milli gelire oranı olarak belirlenen finansal açıklık göstergemiz her modelde anlamlı ve negatif bir ilişkiye işaret etmektedir. Net uluslararası varlıkların milli gelire oranını ifade eden Info2 finansal açıklık

göstergemiz ise 1 model hariç, kişi başına gelire pozitif ve anlamlı bir ilişkiye işaret etmektedir. Yapılan nedensellik testlerinde ise Info'dan kişi başına gelire doğru normal ve bootstrap tekniği kullanılan analizlerin her ikisinde nedenselliğe rastlanmışken, Info2 için sadece bootstrap teknikleri kullanıldığında nedenselliğe rastlanamamıştır. Özetle yüksek gelir grubu için net uluslararası varlık pozisyonundaki artış kişi başına geliri artıran bir faktör olarak tespit edilmiştir.

Üst orta gelir grubunda ise finansal açıklık göstergemizle kişi başına gelir arasında yapılan katsayı tahminleri yüksek gelir gurubu ile benzerdir. Uluslararası varlık ve yükümlülük toplamının milli gelire oranını ifade eden Info dört farklı modelde de kişi başına gelir üzerinde anlamlı ve negatif yönlü ilişkiye işaret etmektedir. Net uluslararası varlıkların milli gelire oranını ifade eden Info2 ise kurulan her modelde anlamlı ve pozitif ilişkiye işaret etmektedir. Nedensellik testlerinde ise Info ile kişi başına gelir arasında çift yönlü nedenselliğe rastlanmıştır. Ayrıca kişi başına gelirden Info2'ye doğru da nedenselliğe rastlanmıştır. Üst orta gelir grubu ülkelerdeki bireysel ve firma düzeyinde uluslararası varlık bulundurma imkanlarının gelir seviyesinin yüksekliği ile orantılı olduğu düşünüldüğünde, kişi başına gelirden Info2'ye doğru nedenselliğe rastlanması anlaşılır gözükmemektedir. Bu durum uluslararası sermaye akımlarının üst-orta gelir grubunda, ülkenin gelişmişliğini de dikkate aldığını göstermektedir. Nitekim kişi başına gelir ortalama gelişmişlik göstergesi olarak düşünüldüğünde oldukça sağlıklı bir göstergedir.

Alt orta gelir grubunda yapılan CCEMG ve AMG tahminlerinde Info ile kişi başına gelir arasında genel olarak anlamlı ve negatif ilişkiye rastlanılmıştır ancak katsayı oldukça düşüktür. Kurulan dört modelin bir tanesinde ise anlamsız sonuca ulaşılmıştır. Ancak Info2 ile kişi başına gelir arasında her model anlamlı ve pozitif ilişkiye işaret etmektedir ve katsayılar orta-üst gelir gurubuna göre oldukça yüksektir. Alt orta gelir grubunda finansal açıklık göstergesi net uluslararası varlıklar olarak alındığında kişi başına büyümeyi olumlu etkilemektedir. Alt orta gelir grubunda Info2 ile kişi başına gelir arasındaki pozitif ilişki değerlendirilirken bu etkinin net uluslararası varlıklar denklemi tekrar düşünülerek yapılmasında fayda vardır. Bu gruptaki ülkelerin uluslararası varlıkları gelir ve gelişme düzeyleri düşünüldüğünde oldukça sınırlıdır. Ancak net uluslararası varlıklar denkleminin milli gelire oranını artırabilen bir diğer değişken ise uluslararası yükümlülüklerin azalmasıdır. Yapılan nedensellik analizlerinde Info ile kişi başına gelir



arasında çift yönlü nedenselliğe ulaşılamazken; Info2 ile kişi başına gelir arasında çift yönde de nedensellik ilişkilerine rastlanmıştır.

Düşük gelir grubunda ise verilerine ulaşma zorluğu nedeniyle ülke sayısında düşüş olmuştur. Birim sayısı, zaman boyutundan düşük olduğu için kurulan AMG ve CCEMG modelleri yatay kesit bağımlılığını yok etmekte başarılı olamamıştır. Bu sebeple düşük gelir grubunda, finansal açıklık göstergelerimizle kişi başına gelir arasındaki ilişkiyi doğru tespit etmek ve yorumlamak için 8 farklı model kurulmuştur. Bu modellerin dört tanesinde Info ile kişi başına gelir arasında anlamlı ilişkilere rastlanmıştır ancak ilişki negatiftir. Info2 ile kişi başına gelir arasındaki ilişki ise 3 modelde anlamlı sonuçlar elde edilmiş ve bu modellerde ilişkinin yönü pozitiftir. Yapılan nedensellik testlerinde ise finansal açıklık göstergelerimizden sadece Info'dan kişi başına gelire doğru nedenselliğe rastlanmıştır.

Özetle her gelir grubunda uluslararası varlık ve yükümlülüklerin toplamının milli gelire oranı ile hesaplanan finansal açıklık göstergesi Info ile kişi başına gelir arasında negatif yönlü ilişkilere rastlanırken, net uluslararası varlıkların milli gelire oranı olarak ifade edilen Info2 ile kişi başına gelir arasında pozitif ilişkilere rastlanmıştır. Bu durum uluslararası finansal akımlarda hacmin büyüme üzerinde etkili olmadığını ancak net uluslararası varlık pozisyonunun büyümeyi olumlu etkilediğini göstermektedir. Net uluslararası varlık denkleminin çok yönlü dengeler içermesi nedeniyle yorumu oldukça zordur. Uluslararası yatırım pozisyonunun varlık ve yükümlülüklerle dayanan finansal açıklık göstergelerinin sadece net varlık pozisyonunun, büyüme üzerine etkilerinin pozitif gözükmesi ancak dengeli bir uluslararası varlık politikasının nihai olarak kişi başına geliri artırdığının göstergesidir.

Uluslararası sermayenin yapısı gelişen finansal ve teknik altyapılar sayesinde spekülasyonun peşinde koşmaya daha müsait hale gelmiştir. Bu durum gelişmiş ülkelerde 1990'lı yıllar itibari ile ve gelişmekte olan ülkelerde 2000'li yıllar itibari ile daha belirgin hale gelmiştir. Bu bakımdan uluslararası sermayenin büyüme üzerine etkileri azalmakta ve çoğunlukla negatife dönmektedir. IMF finansal liberalizasyon sürecinde yayınları ve tavsiyeleri ile finansal entegrasyonun faydalarını uzun yıllar vurgulamış hatta üye ülkeleri özellikle döviz kurlarının konvertibilitesinin sağlanması konusunda yönlendirmiş ve destek olmuştur. 1990'lı yıllarda ve özellikle finansal liberalizasyonu izleyen yıllarda

gelişmekte olan ülkeler ciddi krizler yaşamıştır. Bu durumda IMF vurgusu finansal liberalizasyonun sıralamasına ve hızına dair olmuştur. Ancak 2012 yılında “IMF’in Sermaye Hareketlerinin Yönetimi ve Liberalizasyonu Üzerine Kurumsal Görüşü”<sup>13</sup> metni ile bazı durumlarda sermaye kontrollerinin faydalı olacağını kabul etmiştir. Bu rapor 2008 krizinin etkileri ile hazırlanmış olsa dahi 2020 yılında güncellenen raporda Covid-19 ve etkileri nedeniyle sermaye kontrollerinin hala bazı durumlarda fayda sağlayabileceğini aktarmaktadır. Bu raporlarda özetle kriz zamanlarında krizin derinleşmesini engellemek amacıyla ve genişleme zamanlarında ise sterilizasyon limitlerinin zorlanması ile sermaye hareketlerine kısıtlamalar koymanın fayda sağlayabileceğinden bahsedilir. IMF sermaye akımlarının makroekonomik politikaların yardımcısı olduğunu ancak onların yerine kullanılmaması gerektiğini de vurgulamaktadır. Çünkü sermaye akımları yapısı itibari ile terse dönmeye müsaittir ve ekonomi politikalarının ikamesi olarak kullanılırlarsa olası ters akımlarda ciddi zararlara neden olabilmektedirler.

Özetle çalışmamız finansal açıklığın farklı ülke gruplarında ve seçilen zaman dilimlerinde, büyüme etkilerinin olumsuz olduğunu göstermektedir. Uluslararası sermaye hareketlerinin, belli koşullar altında büyümeye katkı verebileceği ancak bunun ekonomi politik olarak ayarlanmasının çok zahmetli bir süreç ihtiva ettiği de bir gerçektir. IMF’in son raporlarında vurguladığı gibi yabancı sermaye, temel makroekonomi politikalarının yerine geçmemeli ancak onlara destek verici bir seyir izlemelidir. Makroekonomik göstergelerde, varlık fiyatlarında ve döviz kurlarında dengesiz değişimlere yol açabilecek sermaye hareketleri nihayetinde uzun dönemli büyümeye zarar vermektedir.

---

<sup>13</sup> IMF’in 2012 raporu "Group of Twenty: The IMF’s Institutional View on Capital Flows in Practice"; (IEO, 2020) güncellenen 2020 raporu

## KAYNAKÇA

- Agénor, P.-R. (2003). Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *The World Economy*, 26(8), 1089–1118. doi:10.1111/1467-9701.00564
- Agénor, P.-R., Gambacorta, L., Kharroubi, E. ve Pereira da Silva, L. A. (2018). The effects of prudential regulation, financial development, and financial openness on economic growth. *BIS Working Papers*, (752), 41. www.bis.org adresinden erişildi.
- Ahmed, A. D. (2016). Integration of financial markets, financial development and growth: Is Africa different? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 42, 43–59. doi:10.1016/J.INTFIN.2016.01.003
- Aizenman, J., Jinjara, Y. ve Park, D. (2013). Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990-2010. *Open Economies Review*, 24(3), 371–396. doi:10.1007/S11079-012-9247-3/TABLES/6
- Akyüz, Y. (1993). *Financial liberalization: the key issues*. Citeseer.
- Alesina, A. F., Grilli, V. ve Milesi-Ferrett, G. M. (1993). The political economy of capital controls.
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. ve Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: the role of local financial markets. *Journal of International Economics*, 64(1), 89–112. doi:10.1016/S0022-1996(03)00081-3
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. ve Volosovych, V. (2008). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), 347–368. doi:10.1162/REST.90.2.347
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., Volosovych, V., Allen, F., Edwards, S., Feldstein, M., ... Roubini, N. (2005). *NBER WORKING PAPER SERIES CAPITAL FLOWS IN A GLOBALIZED WORLD: THE ROLE OF POLICIES AND INSTITUTIONS*. *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*. <http://www.nber.org/papers/w11696> adresinden erişildi.

- Ang, J. B. ve McKibbin, W. J. (2007). Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia. *Journal of Development Economics*, 84(1), 215–233. doi:10.1016/j.jdeveco.2006.11.006
- Arestis, P., Nissanke, M. ve Stein, H. (2003). Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization Theory. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/SSRN.402200
- Arteta, C., Eichengreen, B. ve Wyplosz, C. (2001). When Does Capital Account Liberalization Help More than It Hurts? doi:10.3386/W8414
- Auerbach, P. ve Siddiki, J. U. (2004). Financial liberalisation and economic development: An assessment. *Journal of Economic Surveys*, 18(3), 231–265. doi:10.1111/j.0950-0804.2004.00221.x
- Ayhan Kose, M., Prasad, E. S. ve Taylor, A. D. (2011). Thresholds in the process of international financial integration. *Journal of International Money and Finance*, 30(1), 147–179. doi:10.1016/J.JIMONFIN.2010.08.005
- Azémar, C. ve Desbordes, R. (2013). Has the Lucas Paradox been fully explained? *Economics Letters*, 121(2), 183–187. doi:10.1016/J.ECONLET.2013.07.025
- Bailliu, J. N. (2000). *Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries*. Bank of Canada Working Paper 2000-15. <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/wp00-15.pdf>  
adresinden erişildi.
- Balassa, B. (1993). Financial Liberalization in Developing Countries. *Policy Choices for the 1990s*, 223–241. doi:10.1007/978-1-349-13033-7\_7
- Baltagi, B. H., Feng, Q. ve Kao, C. (2012). A Lagrange Multiplier test for cross-sectional dependence in a fixed effects panel data model. *Journal of Econometrics*, 170(1), 164–177. doi:10.1016/j.jeconom.2012.04.004
- Bartolini, L. ve Drazen, A. (1997). Capital-Account Liberalization as a Signal. *American Economic Review*, 87(1), 138–154.

- Bayraktar, N. ve Wang, Y. (2004). Foreign Bank Entry , Performance of Domestic Banks and the Sequence of Financial Liberalization. *Policy Research Working Paper Series 3416, The World Bank*, 4–5.
- Bekaert, G., Harvey, C. R. ve Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3–55. doi:10.1016/j.jfineco.2004.05.007
- Bersvendsen, T. ve Ditzen, J. (2020). xthst: Testing for slope homogeneity in Stata. *London Stata Conference 2020 07*, (ii), 1–28.
- Bhagwati, J. (1998). The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*, 77(3), 7–10. doi:10.2307/20048871
- Bhanumurthy, N. R. ve Kumawat, L. (2020). Financial Globalization and Economic Growth in South Asia: <https://doi.org/10.1177/1391561420909007>, 21(1), 31–57. doi:10.1177/1391561420909007
- Blomquist, J. ve Westerlund, J. (2013). Testing slope homogeneity in large panels with serial correlation. *Economics Letters*, 121(3), 374–378. doi:10.1016/j.econlet.2013.09.012
- Bolt, J., Luiten Van Zanden, J., Broadberry, S., Devereux, J., Federico, G., Heston, A., ... De Jong, H. (2020). The Maddison Project Maddison style estimates of the evolution of the world economy. A new 2020 update 1.
- Bonfiglioli, A. (2008). Financial integration, productivity and capital accumulation. *Journal of International Economics*, 76(2), 337–355. doi:10.1016/J.JINTECO.2008.08.001
- Bousmah, M. A. Q. ve Onori, D. (2016). Financial Openness, Aggregate Consumption and Threshold Effects. *Pacific Economic Review*, 21(3), 358–380. doi:10.1111/1468-0106.12178

- Breitung, J. ve Pesaran, M. H. (2008). Unit Roots and Cointegration in Panels. *Advanced Studies in Theoretical and Applied Econometrics* içinde (C. 46, ss. 279–322). Springer. doi:10.1007/978-3-540-75892-1\_9
- Brooks, S. M. (2004). Explaining Capital Account Liberalization in Latin America: A Transitional Cost Approach. *World Politics*, 56(3), 389–430. doi:10.1353/WP.2004.0014
- Brune, N. ve Guisinger, A. (2007). Myth or reality? The diffusion of financial liberalization in developing countries. *Yale University MacMillan Center Working Paper*, 1–40. <https://ecpr.eu/Filestore/PaperProposal/1aad4326-ac06-45c0-bcda-a73bb6564e42.pdf> adresinden erişildi.
- Bumann, S., Hermes, N. ve Lensink, R. (2013). Financial liberalization and economic growth: A meta-analysis. *Journal of International Money and Finance*, 33, 255–281. doi:10.1016/J.JIMONFIN.2012.11.013
- Burdisso, T. ve Sangiácomo, M. (2016). *Panel time series: Review of the methodological evolution. The Stata Journal* (C. 16).
- Chaloupek, G. (2006). The Second Cleavage of the Austrian School: Schumpeter's German Writings on Economic Systems and Economic Policy in Comparison with Mises/Hayek. *Joseph Alois Schumpeter* içinde (ss. 245–260). Springer, Boston, MA. doi:10.1007/0-306-48082-4\_12
- Chinn, M. D. ve Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), 163–192. doi:10.1016/j.jdeveco.2005.05.010
- Chinn, M. D. ve Ito, H. (2008). A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 10(3), 309–322. doi:10.1080/13876980802231123
- Cho, Y. J. (1990). McKinnon-Shaw versus the neostructuralists on financial liberalization: A conceptual note. *World Development*, 18(3), 477–480. doi:10.1016/0305-750X(90)90131-G

- Choong, C. K., Baharumshah, A. Z., Yusop, Z. ve Habibullah, M. S. (2010). Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: A comparative analysis. *Japan and the World Economy*, 22(2), 107–117. doi:10.1016/J.JAPWOR.2009.07.001
- Chudik, A. ve Pesaran, M. H. (2015). Common correlated effects estimation of heterogeneous dynamic panel data models with weakly exogenous regressors. *Journal of Econometrics*, 188(2), 393–420. doi:10.1016/j.jeconom.2015.03.007
- Chudik, A., Pesaran, M. H. ve Tosetti, E. (2011). Weak and strong cross-section dependence and estimation of large panels. *Econometrics Journal*, 14(1), 45–90. doi:10.1111/j.1368-423X.2010.00330.x
- Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A. ve Huizinga, H. (2001). How does foreign entry affect domestic banking markets? *Journal of Banking and Finance*, 25(5), 891–911. doi:10.1016/S0378-4266(00)00102-3
- Claessens, S. ve Laeven, L. (2003). What Drives Bank Competition? Some International Evidence. Policy Research Working Papers. doi:10.1596/1813-9450-3113
- Cline, W. R. (2010). *Financial globalization, economic growth, and the crisis of 2007-2009*. Peterson Institute.
- Connolly, M. ve McKinnon, R. I. (1993). The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy. *Economica*, 60(239), 371. doi:10.2307/2554861
- Corbo, V., De Melo, J. ve Tybout, J. (1986). What went wrong with the recent reforms in the Southern Cone. *Economic Development & Cultural Change*, 34(3), 607–640. doi:10.1086/451551
- Crockett, A. D. (1993). *Financial Market Implications of Trade and Currency Zones*. <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1991/s91crock.pdf> adresinden erişildi.
- Das, P. (2019). *Econometrics in theory and practice: Analysis of cross section, time series and panel data with stata 15.1*. *Econometrics in Theory and Practice: Analysis of*

*Cross Section, Time Series and Panel Data with Stata 15.1*. Springer Singapore.  
doi:10.1007/978-981-32-9019-8

Davidson, P. (2002). Globalization. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(3), 475–492. doi:10.1080/01603477.2002.11490337

De Hoyos, R. E. ve Sarafidis, V. (2006). Testing for cross-sectional dependence in panel-data models. *Stata Journal*, 6(4), 482–496. doi:10.1177/1536867x0600600403

Dell’Ariccia, G., di Giovanni, J., Faria, A., Kose, A., Mauro, P., Ostry, J. D., ... Terrones, M. (2008). Reaping the benefits of financial globalization. *IMF Occasional Papers*, Occasional Papers, (264), 1–35. doi:10.5089/9781589067486.084

Demetriades, P. O. ve Fattouh, B. A. (1999). The South Korean financial crisis: Competing explanations and policy lessons for financial liberalization. *International Affairs*, 75(4), 779–792. doi:10.1111/1468-2346.00108

Dutt, A. K. (1990). Interest Rate Policy in LDCs: A Post Keynesian View. *Journal of Post Keynesian Economics*, 13(2), 210–232. doi:10.1080/01603477.1990.11489842

Eberhardt, M. (2012). Estimating panel time-series models with heterogeneous slopes. *The Stata Journal*, 12(1), 61–71. <https://sites.google.com/site/medevecon>. adresinden erişildi.

Eberhardt, M. ve Teal, F. (2010). Productivity Analysis in Global Manufacturing Production. *Oxford Department of Economics Discussion Paper*, (515), 1–31. <https://ideas.repec.org/p/oxf/wpaper/515.html> adresinden erişildi.

Edwards, S. (1984). The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries. *Essays in International Finance Working Paper*.

Edwards, S. (2001). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? doi:10.3386/W8076



- Edwards, S. (2009). Sequencing of reforms, financial globalization, and macroeconomic vulnerability. *Journal of the Japanese and International Economies*, 23(2), 131–148. doi:10.1016/J.JJIE.2008.09.004
- Faria, A. L. De ve Mauro, P. (2004). Institutions and the External Capital Structure of Countries. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/SSRN.879061
- Feldstein, M. (1982). Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run. *European Economic Review*, 21, 129–151.
- Feldstein, M. ve Horioka, C. (1980). Domestic Saving and International Capital Flows. *Source: The Economic Journal*, 90(358), 314–329.
- Fischer, B. ve Reisen, H. (1992). *Towards Capital Account Convertibility. OECD Development Centre Policy Brief*. [https://www.oecd-ilibrary.org/development/towards-capital-account-convertibility\\_332312815187?jsessionid=hDzXoz2mtxnXob1\\_rtLv4AF.ip-10-240-5-11](https://www.oecd-ilibrary.org/development/towards-capital-account-convertibility_332312815187?jsessionid=hDzXoz2mtxnXob1_rtLv4AF.ip-10-240-5-11) adresinden erişildi.
- Frankel, J. A. ve Rose, A. K. (1996). Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment. *Journal of International Economics*, 41(3–4), 351–366. doi:10.1016/S0022-1996(96)01441-9
- Fratzscher, M. ve Bussière, M. (2004). Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain? *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/SSRN.533010
- Fry, M. J. (1989). Financial development: Theories and recent experience. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 13–28. doi:10.1093/oxrep/5.4.13
- Fry, M. J. (1997). In favour of financial liberalisation. *Economic Journal*, 107(442), 754–770. doi:10.1111/J.1468-0297.1997.TB00041.X
- Fry Maxwell, J. (1995). Money, interest, and banking in economic development. The John Hopkins University Press, London.

- Gallagher, K. P. ve Ocampo, J. A. (2013). IMF's new view on capital controls. *Economic and Political Weekly*. <https://www.jstor.org/stable/23527139?seq=1> adresinden erişildi.
- Gehring, A. (2013). Growth, productivity and capital accumulation: The effects of financial liberalization in the case of European integration. *International Review of Economics & Finance*, 25, 291–309. doi:10.1016/J.IREF.2012.07.015
- Ghosh, J. (2005). The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries. <http://www.un.org/esa/desa/> adresinden erişildi.
- Giannone, D. ve Lenza, M. (2010). The Feldstein-Horioka Fact. *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 6(1), 103–117. doi:10.1086/648699
- Gibson, H. D. ve Tsakalotos, E. (2007). The scope and limits of financial liberalisation in developing countries: A critical survey. <http://dx.doi.org/10.1080/00220389408422329>, 30(3), 578–628. doi:10.1080/00220389408422329
- Glick, R. ve Hutchinson, M. (2005). Capital controls and exchange rate instability in developing economies. *Journal of International Money and Finance*, 24(3), 387–412. doi:10.1016/J.JIMONFIN.2004.11.004
- Gourinchas, P. O. ve Jeanne, O. (2005). Capital mobility and reform. *IMF Manuscript (Washington: International Monetary Fund)*. <http://ist-socrates.berkeley.edu/~pog/academic/arcpaperoct2505.pdf> adresinden erişildi.
- Granger, C. W. J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*, 37(3), 424–438.
- Grilli, V., Milesi-Ferretti, G. M. ve Mathieson, D. J. (1995). Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. *IMF Working Papers*, 1995(031). doi:10.5089/9781451844993.001.A001
- Group of Twenty: The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice. (y.y.), 14. <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/073018.pdf> adresinden erişildi.

- Hansanti, S., Islam, S. M. N. ve Sheehan, P. (2008). *International Finance in Emerging Markets: Issues, Welfare Economics Analyses and Policy Implications*.
- Hashem Pesaran, M. ve Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50–93. doi:10.1016/j.jeconom.2007.05.010
- Henry, P. B. (2007). Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation. *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series*, 1.000-85.000. doi:10.24148/wp2007-32
- Herwartz, H. ve Walle, Y. M. (2014). Openness and the finance-growth nexus. *Journal of Banking and Finance*, 48, 235–247. doi:10.1016/J.JBANKFIN.2014.06.031
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data: Third edition. Analysis of Panel Data: Third Edition*. doi:10.1017/CBO9781139839327
- Hurlin, C. ve Dumitrescu, E. (2012). Testing for Granger Non-causality in Heterogeneous Panels Testing for Granger Non-causality in Heterogeneous. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00224434v2> adresinden erişildi.
- IEO. (2020). *IMF advice on capital flows*. <https://ieo.imf.org/en/our-work/Evaluations/Completed/2020-0930-imf-advice-on-capital-flows> adresinden erişildi.
- Im, K. S., Pesaran, M. H. ve Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115(1), 53–74. doi:10.1016/S0304-4076(03)00092-7
- IMF. (2012). The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View. *Policy Papers*, 2012(23). doi:10.5089/9781498339612.007
- Johnston, R. B. ve Tamirisa, N. T. (1998). *Why Do Countries Use Capital Controls?* <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=655065026069103000009066113014105074071013032009049037108057041005093014103026061034118110066114112064094004019076042008068125071123074097103117083102094106126030020105028016104095105012023074026&EXT=pdf> adresinden erişildi.

- Kaminsky, G. L., Schmukler, S. L., Washington, W. B., Azar, J., Ceballos, F., Didier, T., ... Kaminsky, G. L. (2007). Short-Run Pain, Long-Run Gain: Financial Liberalization and Stock Market Cycles.
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. ve Wei, S. J. (2009). Financial globalization: A reappraisal. *IMF Staff Papers*, 56(1), 8–62. doi:10.1057/imfsp.2008.36
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. ve Wei, S. J. (2010). Financial globalization and economic policies. *Handbook of Development Economics*, 5(C), 4283–4359. doi:10.1016/B978-0-444-52944-2.00003-3
- Kose, M. A., Prasad, E. S. ve Terrones, M. E. (2008). Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth? *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/SSRN.1316710
- Kraay, A. (1998). In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization. *The World Bank*, (October).
- Kwon, E. (2007). Financial liberalization in South Korea. <http://dx.doi.org/10.1080/00472330480000311>, 34(1), 70–101. doi:10.1080/00472330480000311
- Lane, P. R. ve Milesi-Ferretti, G. M. (2006). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/SSRN.923766
- Lane, P. R. ve Milesi-Ferretti, G. M. (2018). The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Economic Review*, 66(1), 189–222. doi:10.1057/S41308-017-0048-Y/FIGURES/14
- Levchenko, A. A., Rancière, R. ve Thoenig, M. (2009). Growth and risk at the industry level: The real effects of financial liberalization. *Journal of Development Economics*, 89(2), 210–222. doi:10.1016/J.JDEVECO.2008.06.003

- López, J. (2015, 3 Ekim). Trade and financial liberalization revisited: Mexico's experience. *Journal of Post Keynesian Economics*. Routledge. doi:10.1080/01603477.2015.1087809
- Lopez, L. ve Weber, S. (2017). Testing for Granger causality in panel data. *The Stata Journal*, 17(4), 972–984.
- Lucas, R. E. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American economic review*, 80(2), 92–96.
- Mathieson, D. J. ve Rojas-Suarez, L. (1993). Liberalization of the capital account: experiences and issues. *IMF Occasional Paper*, Occasional Papers, 103. doi:10.5089/9781451973754.001
- Mccoskey, S., Kao, C. ve Kao, M. A. (1998). Econometric Reviews A residual-based test of the null of cointegration in panel data A RESIDUAL-BASED TEST OF THE NULL OF COINTEGRATION IN PANEL DATA. *ECONOMETRIC REVIEWS*, 17(1), 57–84. doi:10.1080/07474939808800403
- McKinnon, R. I. (1982). The order of economic liberalization: Lessons from Chile and Argentina. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 17(C), 159–186. doi:10.1016/0167-2231(82)90042-2
- Mishkin, F. S. (2006). The Next Great Globalization How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich.
- Mody, A. ve Murshid, A. P. (2005). Growing up with capital flows. *Journal of International Economics*, 65(1), 249–266. doi:10.1016/J.JINTECO.2004.02.003
- Molho, L. E. (1986, 1 Ocak). Interest Rates, Savings and Investment in Developing Countries: A Re-examination of the McKinnon-Shaw Hypothesis. *IMF Staff Papers*. International Monetary Fund. doi:10.5089/9781451956726.024.A004
- Musacchio, A. (1994). Mexico's financial crisis of Mexico's financial crisis of 1994-1995. <https://dash.harvard.edu/handle/1/9056792> adresinden erişildi.

- Nasreen, S., Mahalik, M. K., Shahbaz, M. ve Abbas, Q. (2020). How do financial globalization, institutions and economic growth impact financial sector development in European countries? *Research in International Business and Finance*, 54, 101247. doi:10.1016/J.RIBAF.2020.101247
- Neal, T. (2014). Panel cointegration analysis with xtpedroni. *The Stata Journal*, 14(3), 684–692.
- Obstfeld, M. ve Taylor, A. M. (2004). *Global capital markets : integration, crisis, and growth*. Cambridge University Press.
- Ohta, H. (2015). The Effects of International Capital Flows on Domestic Savings, Investment and Growth: Facts on “F-H Puzzle” in OECD and Emerging Economies. *Ritsumeikan Annual Review of International Studies*, 14, 73–101.
- Osada, M. ve Saito, M. (2010). Financial Integration and Economic Growth: An Empirical Analysis Using International Panel Data from 1974-2007. *Bank of Japan Working Paper Series*, 10(E5), 1–25. [https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/wps\\_2010/data/wp10e05.pdf](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2010/data/wp10e05.pdf) adresinden erişildi.
- Pesaran, M. H. (2006, 1 Temmuz). Estimation and inference in large heterogeneous panels with a multifactor error structure. *Econometrica*. John Wiley & Sons, Ltd. doi:10.1111/j.1468-0262.2006.00692.x
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265–312. doi:10.1002/jae.951
- Pesaran, M. H. (2016). *Time Series and Panel Data Econometrics*. *Time Series and Panel Data Econometrics*. doi:10.1093/acprof:oso/9780198736912.001.0001
- Pesaran, M. H. (2021). General diagnostic tests for cross-sectional dependence in panels. *Empirical Economics*, 60(1), 13–50. doi:10.1007/s00181-020-01875-7

- Prasad, E. S. ve Rajan, R. G. (2008). A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization. *Journal of Economic Perspectives*, 22(3), 149–72. doi:10.1257/JEP.22.3.149
- Prasad, E. S., Rogoff, K., Wei, S.-J. ve Kose, M. A. (2007). Financial globalization, growth and volatility in developing countries. *Globalization and poverty* içinde (ss. 457–516). University of Chicago Press.
- Quinn, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation. *Source: The American Political Science Review*, 91(3), 531–551.
- Quinn, D. P. ve Toyoda, A. M. (2008). Does Capital Account Liberalization Lead to Growth? *Source: The Review of Financial Studies*, 21(3), 1403–1449. doi:10.1093/rfs/hhn034
- Quinn, D., Schindler, M. ve Toyoda, A. M. (2011). Assessing measures of financial openness and integration. *IMF Economic Review* içinde (C. 59, ss. 488–522). doi:10.1057/imfer.2011.18
- Ranciere, R., Tornell, A. ve Westermann, F. (2006). Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth. *Journal of Banking and Finance*, 30(12), 3331–3348. doi:10.1016/J.JBANKFIN.2006.05.019
- Reisen, H. ve Soto, M. (2001). Which types of capital inflows foster developing-country growth? *International Finance*, 4(1), 1–14. doi:10.1111/1468-2362.00063
- Rodrik, D. (1998). Who needs capital-account convertibility? *Essays in international finance*, 55–65. <https://pdfs.semanticscholar.org/e636/261c936d1e3c0f93827e49465fece3d17aa7.pdf> adresinden erişildi.
- Rodrik, D. (2001). the Developing Countries' Hazardous Obsession With Global Integration, (April), 1–14.
- Rodrik, D. ve Subramanian, A. (2009). Why did financial globalization disappoint? *IMF Staff Papers*, 56(1), 112–138. doi:10.1057/imfsp.2008.29

- Rogoff, K. (2003). Globalization and global disinflation. *Economic Review*, 88(4), 45–78. [www.kc.frb.org](http://www.kc.frb.org). adresinden erişildi.
- Ros, J. ve Lustig, N. (2007). Mexico: Trade and Financial Liberalization With Volatile Capital Inflows: Macroeconomic Consequences and Social Impacts During the 1990s. *External Liberalization, Economic Performance and Social Policy*. doi:10.1093/ACPROF:OSO/9780195145465.003.0007
- Schmukler, S. L. ve Kaminsky, G. L. (2003). Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. *IMF Working Papers*, 03(34), 1. doi:10.5089/9781451845280.001
- Schularick, M. ve Steger, T. M. (2008). The Lucas Paradox and the Quality of Institutions: Then and Now. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/SSRN.1656282
- Sørensen, B. E., Wu, Y. T., Yosha, O. ve Zhu, Y. (2007). Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth. *Journal of International Money and Finance*, 26(4), 587–605. doi:10.1016/j.jimonfin.2007.03.005
- Soto, M. (2000). Capital Flows and Growth in Developing Countries: Recent Empirical Evidence. *OECD Development Centre, Working Paper No. 160*, 1–33. [https://www.oecd-ilibrary.org/development/capital-flows-and-growth-in-developing-countries\\_633871307443](https://www.oecd-ilibrary.org/development/capital-flows-and-growth-in-developing-countries_633871307443) adresinden erişildi.
- Stiglitz, J. E. (1994). The role of the state in financial markets. *Proc. World Bank annual conference on development economics 1993*, 19–52. doi:10.1093/WBER/7.SUPPL\_1.19
- Stiglitz, Joseph E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, 28(6), 1075–1086. doi:10.1016/S0305-750X(00)00006-1
- Stiglitz, Joseph E. (2000). The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. *Source: The Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1441–1478. <https://about.jstor.org/terms> adresinden erişildi.



- Stiglitz, Joseph E ve Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *71*(3), 393–410.
- Stulz, R. M., Buser, S., Deangelo, H., Deangelo, L., Cronqvist, H., Doidge, C., ... Williamson, R. (2005). The Limits of Financial Globalization. <http://www.nber.org/papers/w11070> adresinden erişildi.
- Swamy, P. A. V. B. (1970). Efficient Inference in a Random Coefficient Regression Model. *Econometrica*, *38*(2), 311. doi:10.2307/1913012
- Talamo, G. (2011). Corporate governance and capital flows. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, *11*(3), 228–243. doi:10.1108/14720701111138661
- Tatoğlu, F. Y. (2017). *Panel zaman serileri analizi: Stata Uygulamalı* (3. Baskı). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Tatoğlu, F. Y. (2020). *Yardelen Tatoğlu: İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı* (5. bs.). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım. [https://scholar.google.com/scholar?hl=en&as\\_sdt=0,5&cluster=17579036740054239716](https://scholar.google.com/scholar?hl=en&as_sdt=0,5&cluster=17579036740054239716) adresinden erişildi.
- Terrones, M., Kose, M. A. ve Prasad, E. (2007). How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels. *IMF Working Papers*, *07*(238), 1. doi:10.5089/9781451868029.001
- Tytell, I. ve Wei, S.-J. (2004). Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? *IMF Working Papers*, *2004*(084). doi:10.5089/9781451850673.001.A001
- Van Wijnbergen, S. (1983). Interest rate management in LDC's. *Journal of Monetary Economics*, *12*(3), 433–452. doi:10.1016/0304-3932(83)90063-6
- Wei, S. J. (2006). Connecting two views on financial globalization: Can we make further progress? *Journal of the Japanese and International Economies*, *20*(4), 459–481. doi:10.1016/J.JJIE.2006.06.003

- Westerlund, J. (2008a). Panel cointegration tests of the Fisher effect. *Journal of Applied Econometrics*, 23(2), 193–233. doi:10.1002/jae.967
- Westerlund, J. (2008b). Panel cointegration tests of the Fisher effect. *Journal of Applied Econometrics*, 23(2), 193–233. doi:10.1002/jae.967
- Westerlund, J. ve Edgerton, D. L. (2007). A panel bootstrap cointegration test. *Economics Letters*, 97(3), 185–190. doi:10.1016/j.econlet.2007.03.003
- Zaklan, A., Mauro, P., Minnoni, M. ve Faria, A. (2006). The External Financing of Emerging Market Countries: Evidence From Two Waves of Financial Globalization. *IMF Working Papers*, 06(205), 1. doi:10.5089/9781451864656.001

## ÖZGEÇMİŞ

<b>Ad Soyad: Mustafa ÇALIŞKAN</b>	
<b>Eğitim Bilgileri</b>	
<b>Lisans</b>	
<b>Üniversite</b>	Marmara Üniversitesi
<b>Fakülte</b>	İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
<b>Bölümü</b>	İktisat
<b>Yüksek Lisans</b>	
<b>Üniversite</b>	University of Essex
<b>Enstitü Adı</b>	Economics
<b>Anabilim Dalı</b>	Economics
<b>Programı</b>	Economics
<b>Makale ve Bildiriler</b>	
<b>Makaleler</b>	
<b>1-İNAL VEYSEL, Addi Haman Mahamat, ÇAKMAK EYÜP ENSAR, TORUSDAĞ MUSTAFA, ÇALIŞKAN MUSTAFA (2022). The nexus between renewable energy, CO2 emissions, and economic growth: Empirical evidence from African oil-producing countries. Energy Reports, 8, Doi: 10.1016/j.egy.2021.12.051 (Yayın No: 7515278)</b>	
<b>2-HANEDAR AVNİ ÖNDER, ÇALIŞKAN MUSTAFA (2019). İDARİ VE MALİ REFORMLARIN İKTİSADİ YANSIMALARI: 1903–1909 DÖNEMİNDE OSMANLI İMPARATORLUĞU VE TAHVİL FİYATLARI. Finans-Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi, 57(649), 159-185. (Kontrol No: 5748214)</b>	
<b>3-İNAL VEYSEL, ALTINTAŞ NURULLAH, ÇALIŞKAN MUSTAFA (2016). AR GE HARCAMALARININ EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ TÜRKİYEÖZELİNDE NEDENSELLİK ANALİZİ. Sakarya İktisat dergisi, 5(1), 34-47. (Yayın No: 2843798)</b>	
<b>Bildiriler</b>	
<b>1-ALTINTAŞ NURULLAH, ÇALIŞKAN MUSTAFA (2017). Türkiye’de Eğitim Harcaması Gelir Eşitsizliği İlişkisi. INTERNATIONAL CONFERENCE ON QUALITY IN HIGHER EDUCATION, 283-283. (Özet Bildiri/Sözlü Sunum) (Yayın No:4003526)</b>	
<b>2-ÇALIŞKAN MUSTAFA, ALTINTAŞ NURULLAH (2017). Finansal Açıklığın Sermaye Piyasası Derinliğine Etkisi: Türkiye Örneği. International Congress on Political, Economic and Social Studies, 218-218. (Özet Bildiri/Sözlü Sunum)(Yayın No:4003485)</b>	
<b>3-ALTINTAŞ NURULLAH, ÇALIŞKAN MUSTAFA (2017). Türkiye’de İslami Bankacılık Özelinde Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS), 389-389. (Özet Bildiri/Sözlü Sunum)(Yayın No:4003436)</b>	
<b>4-İNAL VEYSEL, İNANÇLI SELİM,ÇALIŞKAN MUSTAFA (2017). Alternatif Enerjinin Ekonomik Büyüme Etkisi: Saklı Eşbütünleşme Testi. Econ Anadolu 2017 (Özet Bildiri/Sözlü Sunum)(Yayın No:3963189)</b>	
<b>5-ALTINTAŞ NURULLAH, ÇALIŞKAN MUSTAFA (2016). EĞİTİM HARCAMALARININ EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ D 8 ÖRNEĞİ. “Uluslararası YükseköğretimdeKalite Kongresi (ICQH) (Özet Bildiri/Sözlü Sunum) (Yayın No:3222511)</b>	