

FİNANSAL DIŞA AÇIKLIĞIN EKONOMİK BÜYÜME VE FİNANSAL KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Turhan KORKMAZ^a
Emrah İsmail ÇEVİK^b
Elif BİRKAN^c

ÖZET

Bu çalışmada Türkiye'deki finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme ile krizler üzerindeki etkisi düzeltme etkisi (treatment effect) modeli ile 1990-2008 dönemi arasında üçer aylık makro ekonomik veriler kullanılarak araştırılmıştır. Finansal dışa açıklığın ekonomik büyümeyi %0.17 oranında arttırdığı belirlenmiştir. Bununla birlikte finansal dışa açıklığın kriz olasılığını arttırarak ekonomik büyümeyi dolaylı olarak %-0.0031 oranında azalttığı gözlenmiştir. Elde edilen bu sonuçlar Türkiye ekonomisinde finansal dışa açıklığın artmasının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaparak büyümeyi toplamda %0.16 oranında arttırdığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Büyüme, Finansal Dışa Açıklık, Finansal Kriz, Düzeltme Etkisi Modeli.

GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkeler 1980'li yıllardan itibaren başlayan ve 1990'lı yılların sonunda tamamlanan finansal serbestleşme sürecinde, sermaye piyasaları üzerindeki kısıtlamaları önemli ölçüde ortadan kaldırmışlardır. Ülkelerin finansal serbestleşme politikalarını benimsemesinin temel nedeni olarak ülkeye yabancı yatırımları çekmek ve sığ olan finansal piyasalarını daha derin hale getirmek gösterilmektedir. Böylelikle derinleşen finansal piyasalarda kredi ve dış kaynak mekanizması daha etkin bir şekilde işleyerek düşük riskli yüksek getiriye sahip yatırımların finansmanı kolaylaşacaktır. Yüksek getiriye sahip yatırımların artması ülkenin ekonomik büyümesini hızlandıracak ve böylece finansal piyasalarını serbestleştiren ülkelerde kişi başına düşen milli gelir seviyesi artacaktır.

Bu süreçte Türkiye'de serbestleşme politikaları 1980 yılında başlamış ve faiz oranları üç aşamada serbestleştirilmiştir. İlk aşamada finansal sistem yüksek faizlerle sürekli mevduat sigortası üreten duruma düşerek kırılganlaşmıştır. İkinci aşama Merkez Bankasının yapmış olduğu faiz düzenlenmelerini 1987 yılının ortasında sona erdirmesiyle başlamaktadır. Üçüncü aşama ise 1989 yılında konvertibilite kararının alınmasıyla gerçekleşmiştir. Sermaye işlemlerinin serbestleştirilmesi ise iki aşamada gerçekleşmiştir. Birinci aşama 1980 yılında esnek kur sistemine geçilmesiyle başlamış ve ikinci aşamada 1989 yılında 32 sayılı karar bağlamında döviz kuru rejimi değiştirilmiştir (Orhan, 2006:144). 1980 yılında başlayan finansal serbestleşme süreci Türkiye'de 1989 yılında tamamlanmıştır.

Genel olarak finansal serbestleşmenin ekonominin geneli üzerindeki etkisi ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan ilki, öncülüğünü McKinnon (1973) ve Shaw'ın (1973) yaptığı görüş olan finansal serbestleşme politikalarının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki yaptığdır. Bu görüşe göre, faiz oranlarının serbest bırakılması (burada faiz oranlarının serbest bırakılması negatif reel faiz uygulamasından vazgeçilmesi olarak yorumlanmakta) ülke içinde tasarruf oranlarının artmasını sağlayarak finansal sistemin derinleşmesine neden olacaktır. Yeterince derin finansal piyasalarda sabit sermaye yatırımları ve buna bağlı olarak ekonomik büyüme artacaktır. Böylelikle düşük riskli ve yüksek karlı yatırım projelerinin finansmanı kolaylaşarak verimlilik artışı sağlanacak, artan verimlilik artışı yüksek bir büyüme performansına neden olacaktır.

^a Prof. Dr. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı, korktur@yahoo.com

^b Arş. Gör. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, Sayısal Yöntemler Anabilim Dalı, emrahic@yahoo.com

^c Arş. Gör. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, Sayısal Yöntemler Anabilim Dalı, ebirkan@yahoo.com

Diğer bir görüşe göre ise, yeterli mali ve finansal derinliğe sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerde kontrolsüz finansal serbestleşme politikaları ekonomiyi kırılgan hale getirerek kriz yaşanmasına neden olmaktadır. Sermaye piyasaları serbestleşen gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek getiri elde edebilme imkanına sahip olduğundan, uluslararası portföy yatırımcıları bu ülkelere daha fazla yatırım yapmaya başlamışlardır. Böylelikle finansal serbestleşme politikaları gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli portföy yatırımlarının artmasına neden olmuştur. Yeterli mali ve finansal derinliğe sahip olamayan ülkelerde kısa vadeli sermaye yatırımlarının bu denli artması ülkenin finansal yapısını daha da kırılgan hale getirmiştir. Özellikle siyasi belirsizliklerin üst düzeyde olduğu gelişmekte olan ülkelerde aniden ve büyük miktarlarda fon çıkışlarının yaşanması ülkeleri finansal krizler ile karşı karşıya bırakmıştır. Türkiye ekonomisi benzer sorunları 1994 ve 2001 yıllarında yaşamış ve yerel para birimini büyük oranlarda devalüe etmek zorunda kalmıştır.

Finansal serbestleşme politikaları sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ülkelerin finansal olarak dışa açılmalarını sağlamıştır. Finansal piyasaların dışa açılması ekonomi üzerinde olumlu etki oluşturmaktadır. Örneğin finansal olarak dışa açılma ile birlikte yurt içi tasarruflar artarak daha etkin kullanılmakta, artan tasarruflar ile birlikte sermaye maliyetleri azalmakta ve finansal hizmetler artmaktadır. Bu faaliyetlerin tümü ekonomik büyüme üzerinde olumlu etki oluşturmaktadır (Yapraklı, 2007: 69).

Bu çalışmada finansal serbestleşme süreci ile birlikte ortaya çıkan finansal dışa açılmanın Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisi ampirik olarak araştırılmıştır. Diğer bir ifadeyle finansal dışa açılmanın ekonomik büyüme ile krizler üzerinde ne yönlü bir etki yaptığı karşılaştırılmalı olarak incelenmiştir. Bu çalışmanın diğer çalışmalardan farkı ise bu noktada ortaya çıkmaktadır. Diğer çalışmalardan farklı olarak bu çalışmada finansal dışa açıklığın büyüme ve krizler üzerindeki etkisi eşanlı ve karşılaştırmalı olarak düzeltme etkisi modeli ele araştırılmıştır.

LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Ekonomik büyüme ve krizler makro ekonominin temel iki konusu olduğundan bu konular üzerine literatürde çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu bölümde özellikle finansal serbestleşme ile ilgili çalışmaların bir özeti verilmektedir.

Dornbursh (1993) yapmış olduğu bir çalışmada, yabancıların gelişmekte olan ülkelere yapmış oldukları yatırımın, gelişmekte olan ülkenin ekonomisini tamamen pozitif olarak desteklemediğini saptamıştır. Çalışmada ayrıca, gelişmekte olan bir ülkenin gelişimini tamamlayabilmesi için finansal alanda serbestleşmenin tek başına yeterli olamayacağına değinilmiştir.

Onafowora ve Oeoye (1998), çalışmasında 12 Afrika ülkesindeki ihracat, yatırım ve ticaret politikalarındaki değişikliklerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Vektör hata düzeltme modeli kullanarak, 12 ülkenin 10'unda ticaret politikaları, ihracat ve yatırım oranı şoklarının ekonomik büyümede anlamlı bir etkisi olduğunu belirleyerek ekonomik büyümeyi teşvik etmek için ülkelerin dışa dönük stratejiler belirleme yoluyla ihracat artışını gerçekleştirmelerini önermişlerdir. Çalışma sonuçları, Afrika ülkelerinin sürekli ekonomik büyümeyi sağlayabilmeleri için ticaret politikalarını serbestleştirilmesi gerekliliğini ortaya koymuştur.

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998), çalışmalarında 1980-1995 dönemi için 53 ülkede bankacılık krizleri ile finansal serbestleşme arasındaki ilişkiyi lojit model ile incelemişlerdir. Bulgularına göre, finansal sistemlerini serbestleştiren ülkelerde bankacılık krizinin ortaya çıkma olasılığı daha yüksektir. Ancak, ülkelerin endüstriyel anlamda güçlü yapıları varsa, finansal serbestleşmenin bankacılık sektörünün kırılganlığı üzerindeki etkisinin daha az olduğu tespit edilmiştir.

Barton, Nast, Newell ve Wilson (2000), krizin yaşandığı 20 ülkeyi inceledikleri çalışmalarında hükümetlerin, döviz kuru rejimleri, kurumsal yönetim ve risk yönetimi politikaları gibi piyasanın temel faktörlerini hesaba katmadan serbestleşme sürecine girdiklerini ileri sürmüşler ve bunun sonucu olarak da ekonomilerini sıkıntıya sürüklemiş olduklarını belirtmişlerdir. Bird ve Rajan (2001), bankacılık sektörünün ve finansal serbestleşmenin finansal krizlerin oluşmasına katkısındaki rollerini analitik bir modelle analiz etmiş, yerel bankacılık sektöründeki zayıflıkların hem yerel hem de ulusal finansal serbestleşmeyle birleştiğinde döviz krizine nasıl neden olduğunu Doğu Asya krizi kapsamında araştırmışlardır.

Weller (2001), gelişmekte olan ekonomilerin finansal serbestleşme sonrası hem döviz hem de bankacılık krizlerine karşı sistematik olarak daha hassas olduğunu iddia etmiştir. 1973-1998 döneminde, gelişmekte olan 27 ülke ekonomisi verilerini kullanarak tek değişkenli ve çok değişkenli analizler yoluyla, finansal serbestleşme sonrası döviz krizi ve bankacılık krizi olasılığının artmakta olduğunu göstermiştir. Aizenman (2002), finansal açıklığın finansal kriz ortaya çıkma riskini arttırmakta olduğuna dair güvenilir kanıtlar olduğunu belirtmekte; finansal açıklığın uzun dönemli büyümeye katkı sağladığına dair daha zayıf kanıtlar elde ettiğini ifade etmektedir.

Chari ve Henry (2002), Hindistan, Ürdün, Güney Kore, Malezya ve Tayland ülkelerindeki 369 firmanın 1980-1994 yılları arasındaki verilerini kullandığı çalışmada zaman serisi ve kesit veri analizi yöntemlerini uygulamıştır. Elde ettiği sonuçlara göre, piyasaların serbestleşmesi ile sermaye getirisi düşük ülkelere yüksek ülkelere doğru hareket ettiğini; serbestleşme ile sermaye stoku büyüme oranı arasında güçlü bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir. Martin ve Rey (2002), finansal küreselleşmenin varlık fiyatları, yatırımlar ve krizler üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler üzerinde yaptıkları çalışmada sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin, gelişmekte olan ülkelerde varlık fiyatlarını yükselttiğini, yatırımları ve geliri arttırdığını göstermişlerdir. Martin ve Rey'e göre, sermaye kaçışları, yatırımlardaki ve gelirlerdeki düşüşler de krize eşlik eden unsurlar olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin, daha düşük gelir seviyeleri olmaları ve ahlaki tehlike ya da kredi sınırlamaları gibi piyasa düzenlemelerinden yoksun olmaları sebebiyle finansal krizlere daha eğilimli olduklarını ileri sürmüşlerdir.

Wyplosz (2002) 1977-1999 dönemini kapsayan, gelişmiş ve gelişmekte olan toplam 27 ülkeyi ele alarak yaptığı çalışmada finansal serbestleşmenin riskli olup olmadığını araştırmıştır. Çalışma bulgularına göre, finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere nazaran çöküşlere sebebiyet verecek şekilde daha fazla istikrar bozucu nitelikte olduğu belirlenmiştir. Singh (2003) çalışmada serbestleşme, finansal krizler ve büyüme konusunda yapılan çalışmalarda ampirik kanıtlardan, genel olarak iki ana sonuca ulaşmıştır. Birincisi, gelişmekte olan ülkelere serbestleşme ile ekonomik ve finansal krizler arasında yakın bir ilişkinin olduğu konusunda güçlü kanıtlar bulunmaktadır. İkincisi, serbest sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere nazaran uzun dönemde daha zayıf bir ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Ekonomik krizler ve kısa dönemde sermaye hareketlerinin oluşturduğu görülen istikrarsızlık, bir ülkenin ekonomik gelişmesini, sermaye kaçışlarına sebebiyet vererek ve yerel yatırımlar ile uzun dönemli ekonomik büyümeyi azaltarak tehlikeye atabilmektedir.

Tornell, Westermann ve Martinez (2003), çalışmalarında aktif finansal piyasalara sahip olan bazı ülkelerdeki serbestleşme, krizler ve büyüme arasındaki ilişkiyi ampirik olarak analiz etmişlerdir. Kredi piyasasında ciddi eksiklikleri olan ülkelere finansal serbestleşmenin daha hızlı büyümeye sebep olurken bir yandan da krizlerin oluş sıklığını arttırmakta olduğunu belirtmişlerdir.

Tornell, Westermann ve Martinez (2004), 52 ülkenin 1980-1999 dönemini kapsayan verilerini kullandıkları çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelere finansal serbestleşmenin ardından ticari serbestleşmenin ortaya çıktığını bunun da finansal kırılganlığa sebep olduğunu ve kriz sıklığını arttırdığını göstermişlerdir. Yine de, finansal serbestleşmenin daha yüksek oranda gayri safi milli hasıla artışına sebep olduğunu öne sürmüşlerdir.

Cavallo ve Frankel (2004), 1970-2002 dönemini kapsayan çalışmalarında toplamda 141 ülkenin sermaye hesabı ve cari hesap verilerini kullanarak istatistiksel olarak sermaye girişlerindeki beklenmedik kesilmeleri incelemişlerdir. Dışsal krizlerin akla yatkın belirleyici öğelerini de kullanarak, ticari açıklığın sermaye girişlerinin beklenmedik kesilmelerindeki kırılganlığı ve etkilerini azalttığını bulmuşlardır. Ito (2004), 1975-2002 döneminde 62 ülke için, 141 döviz krizini inceleyerek sermaye hesabı açıklığı ve döviz kriziyle ilgili çıktı maliyeti arasındaki bağlantıyı araştırmıştır. Yaptığı probit analizi, endüstrileşmiş ve gelişmiş ülkeler arasında daha yüksek seviyelerdeki finansal açıklığın daha düşük ihtimalle döviz krizi yaşamaya sebebiyet verdiğini göstermiştir. Çalışmadaki bulgulara göre, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelere, finansal piyasalardaki açıklığın seviyesi yerine yolsuzlukla mücadele, kanunlar, düzenlemeler ve bürokratik kalite gibi kurumsal gelişmeler kriz sonrası çıktı kayıplarını düşürmektedir.

Glick ve Hutchison (2005), 1975-1997 döneminde 69 gelişmekte olan ülke ekonomisini, 160 döviz krizini kapsayacak şekilde ele alarak yaptıkları çalışmalarında uluslararası sermaye akımlarındaki yasal kısıtlamaların daha istikrarlı bir döviz dengesine sebep olup olmadığını araştırmışlardır. Bulgularına göre, sermaye akımlarındaki kısıtlamalar ülke ekonomilerini etkin bir şekilde döviz sorunlarından izole etmemekte, bilakis daha az sermaye kısıtlamasına ve daha fazla liberal rejime sahip olan ülkeler spekülasyon hamlelerine daha az meyilli olmaktadır.

Wang (2007), zamanından önce (vakitsiz) gerçekleşen sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin 1997-1998 Asya krizi dahil olmak üzere çeşitli finansal krizlere direk sebebiyet verdiğini ileri sürmüştür. Ülkelerin, etkin yerel düzenleyici sistemler ve finansal yapılar oluşturmalarından önce sermaye hareketlerindeki serbestleşmeyi ertelemelerini ya da sermaye kontrollerini sürdürmelerini tavsiye etmiştir. Ayrıca Asya krizini yaşayan Malezya ve Çin örneklerine dayanarak bir ülkenin birbirini izleyen, tedrici reformlar yapmasına ek olarak kesin düzenleyici alanlara sahip olması ve bağımsız finansal politika yapma gücünü sürdürmesi gerektiği sonucuna varmıştır.

Klein ve Olivei (2008), yaptıkları çalışmada 1986-1995 ve 1976-1995 dönemlerinde ülkeleri temsil eden kesimde, açık sermaye hareketlerinin finansal derinlik ve ekonomik büyüme üzerindeki anlamlı etkilerini istatistiksel olarak göstermişlerdir. Açık sermaye hareketlerine sahip olan ülkeler finansal derinlikte önemli bir

artış ve yirmi yılın üzerindeki bir dönemde de daha büyük bir ekonomik büyüme sağlamışlardır. Lee ve Shin (2008), 58 ülkeyi inceledikleri, 1980-1999 dönemini kapsayan çalışmalarında probit model ve panel model sonuçlarını bir araya getirerek serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Analizleri sonucu, finansal serbestleşmenin büyüme üzerinde pozitif net bir etkisinin olduğunu bulmuşlar, kriz yaşayan ülkelerde büyüme etkisinin daha büyük bir şekilde gözlemlendiğini belirlemişlerdir.

Literatürde finansal serbestleşme politikalarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalarda mevcuttur. Örneğin Esen (2000), finansal açıklığın etkilerini araştırdığı çalışmasında 1980-1993 dönemini kapsayan veriler kullanmıştır. Çalışmasının bulgularına göre, faiz ve döviz oranları, sermaye akışları tarafından belirlendiği için dış borçlar, mevcut sermaye hesabı dengesi ile olan uyumunu kaybetmekte, bu da mevcut hesaplar ve sermaye hesabında istikrarsız dalgalanmalara sebep olmakta ve kontrol edilemeyen dış borçlanma ile sonuçlanmaktadır. Utkulu ve Kahyaoglu (2005) çalışmalarında Türkiye ekonomisinin ticari ve finansal açıklığının büyüme üzerine ve kriz ortamına sürüklenmesindeki etkilerini 1990-2004 dönemi için doğrusal olmayan zaman serisi (TAR ve STAR) modellemesi ve Markov rejim değişimi modellemesi ile ampirik olarak ortaya koymuşlardır. Finansal ve ticari açıklığın Türkiye ekonomisini özellikle dış şoklara karşı zayıflatan mı, yoksa güçlendiren bir etken mi olup olmadığı da bu yöntemlerle sınanmıştır. Çalışma bulgularına göre Türkiye’de finansal açıklık ekonominin sürekli olarak resesyonda kalmasına neden olurken, ticari açıklık büyümeyi pozitif yönde etkilemiştir. Yapraklı (2007) çalışmasında ticari ve finansal dış açılmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini hata düzeltme modeli ile araştırmıştır. Elde ettiği sonuçlara göre, ekonomik büyümenin ticari açıklıktan pozitif, finansal açıklıktan negatif yönde etkilendiğini belirtmiştir.

MODEL

Literatürdeki çalışmalar finansal dış açıklığın ekonomi üzerinde iki farklı etkiye yol açtığı yönünde birleşmektedir. Bunlardan ilki finansal dış açıklığın artmasına bağlı olarak ülkeye giren yabancı yatırımların sayısı ve tutarı artmakta ve bu durum ülkede finansal derinliği arttırarak ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Bir diğer görüşe göre ise, siyasi veya ekonomik açıdan yeterli derinliğe sahip olamayan ülkelerde yabancı yükümlülüklerin artması ekonominin kırılganlığını arttırarak ülkeleri kriz ortamına sürüklemektedir.

Ranciere, Tornell ve Westerman (2006) yapmış oldukları çalışmalarında 60 ülke için finansal serbestleşme sürecinin krizler ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisini düzeltme etkisi (treatment effect) modeli ile araştırmışlardır. Böyle bir yaklaşım benimsemelerinin temel nedeni olarak ta, finansal serbestleşme sürecinin büyüme ve krizler üzerindeki etkisini sayısal olarak karşılaştırabilme imkanı sunması olduğunu belirtmişlerdir. Bu çalışmada Ranciere vd. (2006) yapmış oldukları çalışmadaki model kullanılarak finansal dış açıklığın ekonomik büyüme ve krizler üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Ranciere vd. (2006) tarafından kullanılan modelden farklı olarak ekonomik büyüme ve krizlerin belirleyicileri tahmin edilirken daha fazla açıklayıcı değişken dikkate alınmış ve finansal serbestleşme kukla değişkeni yerine finansal dış açıklık değişkeninin büyüme ile krizler üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Buna bağlı olarak finansal dış açıklığın ekonomik büyüme ve finansal krizler üzerine etkisi eşanlı olarak düzeltme etkisi modeli ile belirlenmiştir. Genelde anket verilerine dayalı ve iki durumlu lojistik veya probit regresyon modellerinin kullanıldığı çalışmalarda örnekleme dayalı olarak bir yanlılık sorunu ortaya çıkmaktadır.¹ Heckman (1979) tarafından geliştirilen yöntemle örnekleme dayanan yanlılık sorunu ortadan kalkmaktadır. Çalışmada finansal krizleri tahmin ederken iki durumlu kriz kukla değişkeni oluşturulmuş ve krizler probit model ile tahmin edilmiştir. Finansal krizler için oluşturulan iki durumlu kriz kukla değişkeni örnekleme dayanan yanlılık sorununa neden olacağından çalışmada büyüme ve kriz modelleri iki aşamalı yöntem ile tahmin edilmiştir. Yöntemin ilk aşamasında finansal krizler iki durumlu probit model ile tahmin edilmekte, ikinci aşamada ise büyüme modeline birinci aşamadan elde edilen kriz tahmin değerleri eklenerek örnekleme bağlı yanlılık sorunu ortadan kalkmaktadır. Ranciere vd. (2006) klasik büyüme modelini aşağıdaki gibi tanımlamışlardır:

$$y_t = \omega + \alpha X_t + \beta FA_t + \gamma I_t^{kriz} + \varepsilon_t \quad (1)$$

¹ Örneğin bir araştırmacının çalışanların aldıkları ücretleri belirleyen faktörleri tahmin etmeye çalıştığı varsayılırsa, bu durumda sadece çalışanların ücret verilerine ulaşabilme imkanına sahip olacaktır. Böylelikle araştırmacı popülasyondan tesadüfı olmayan bir şekilde sadece çalışanlara anket uygulamayı tercih edecektir. Bununla birlikte bireyler anketin yapıldığı dönem içinde çeşitli nedenlerden dolayı çalışmıyor olsalar bile, bu bireylerinde alacakları ücreti belirleyen faktörler olacaktır. Böyle bir analizde çalışmayan bireylere sıfır değeri verildiğinden analizin kapsamı dışında kalmaktadırlar ve bu durum sadece çalışanlar için oluşturulmuş model sonucu olduğundan örneklem sapmasına neden olmaktadır. Benzer durum kriz modeli içinde genelleştirilebilir. Çalışmada finansal krizler kriz yaşanan dönemlere 1 değeri verilerek oluşturulan kukla değişkene göre belirlenmiştir. Bununla birlikte krizlerin olmadığı fakat ekonomideki kırılganlığın arttığı dönemleri dikkate alabilmek için çalışmada kriz kukla değişkeninin sürekli dışsal değişken olarak ele alındığı iki aşamalı yöntem tercih edilmiştir.

burada y_t reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'daki büyüme oranı, X_t literatüre bağlı olarak ekonomik büyümeyi etkileyen açıklayıcı değişkenleri, FA_t finansal dışa açıklık değişkenini, I_t^{kriz} finansal krizler için oluşturulmuş kukla değişkeni ifade etmektedir.

Kriz modelinde içsel değişken olan kriz kukla değişkeni gözlenemeyen gölge değişkenin gerçekleşmesine bağlı olarak aşağıdaki gibi düzeltilmektedir (Ranciere vd., 2006: 3334):

$$I_t^{kriz} = \begin{cases} 1 & \text{eğer } W_t^* > 0 \text{ ise} \\ 0 & \text{diğer durumlarda} \end{cases} \quad (2)$$

$$W_t^* = aZ_t + bFA_t + \eta_t$$

burada gölge değişken olan W_t^* finansal krizleri etkileyen değişkenler seti olan Z_t ve finansal serbestleşme kukla değişkeni ile doğrusal olarak ilişkili olduğu varsayılmaktadır. Kriz modeli için hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu varsayımı ile model aşağıdaki gibi yeniden yazılabilir (Ranciere vd., 2006: 3334):

$$I_t^{kriz} = \begin{cases} 1 & \text{olasılık : } \Pr(W_t^* > 0) = \phi(aZ_t + bFA_t) \\ 0 & \text{olasılık : } \Pr(W_t^* \leq 0) = 1 - \phi(aZ_t + bFA_t) \end{cases} \quad (3)$$

burada ϕ standart normal kümülatif dağılım fonksiyonudur. Bundan dolayı kriz modelinin parametreleri probit model ile tahmin edilebilmektedir. Denklem (1) ve Denklem (2)'de belirtilmiş olan modeller düzeltme etkisi modeli (treatment effect model) olarak tanımlanmakta ve tahmin yöntemi için detaylı bilgi Heckman (1979) ve Maddala'nın (1983) çalışmalarında yer almaktadır.

Finansal dışa açıklığın büyüme üzerindeki toplam etkisi, finansal kriz kukla değişkenin sıfır ile bir değeri almasına bağlı olarak değişmektedir. Modelde finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi β parametresinin tahmin değerinden elde edilebilirken, dolaylı etki kriz olma olasılığına göre γ parametresinin tahmin değerine göre değişmektedir. Finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde doğrudan ve dolaylı oluşturduğu etki aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Ranciere vd., 2006: 3335):

$$\underbrace{E(y_t | FA_t)}_{\text{Finansal Dışa Açıklığın Etkisi}} = \underbrace{\hat{\beta}}_{\text{Doğrudan Etki}} + \underbrace{\hat{\gamma} E\{\phi(\hat{a}Z_t + \hat{b}) - \phi(\hat{a}Z_t)\}}_{\text{Dolaylı Etki}} \quad (4)$$

ÇALIŞMANIN KAPSAMI VE MODEL SONUÇLARI

Bu bölümde çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımları, birim kök testi, ekonomik büyüme ve kriz modelinden elde edilen sonuçlar yer alacaktır.

Finansal dışa açıklığın Türkiye'de ekonomik büyüme ve finansal krizler üzerindeki etkisi 1990 ile 2008 yılları arasında üçer aylık veriler ile araştırılmıştır. Çalışmanın başlangıç yılının 1990 olarak seçilmesi Türkiye'de finansal serbestleşme sürecinin 1989 yılında tamamlanmış olmasından kaynaklanmaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Türkiye İstatistik Kurumu ve Uluslararası Para Fonu'nun resmi internet adreslerinden derlenmiştir. Çalışmada ekonomik büyüme değişkeni reel GSYİH serisinden elde edilmiştir. GSYİH serisi Hodrick-Prescott yöntemi ile trenden arındırılmış ve böylelikle ekonomik büyüme serisi elde edilmiştir. Finansal dışa açıklık değişkeni ise Aizenman (2004) tarafından yapılan tanıma göre oluşturulmuştur. Bu tanıma göre finansal dışa açıklık değişkeni [(Net Uluslar arası Sermaye Girişi+Net Uluslar arası Sermaye Çıkışı/GSYİH)*100] şeklinde tanımlanmıştır. Kriz kukla değişkeni oluşturulurken 1994, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler dikkate alınmıştır. Buna göre Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de gerçekleşen kriz dönemlerine 1, diğer dönemlere sıfır değeri verilerek kriz kukla değişkeni oluşturulmuştur. Büyüme ve kriz modellerinde kullanılacak açıklayıcı değişkenler ise ilgili literatür taramasından sonra belirlenmiş olup Tablo 1'de verilmiştir.²

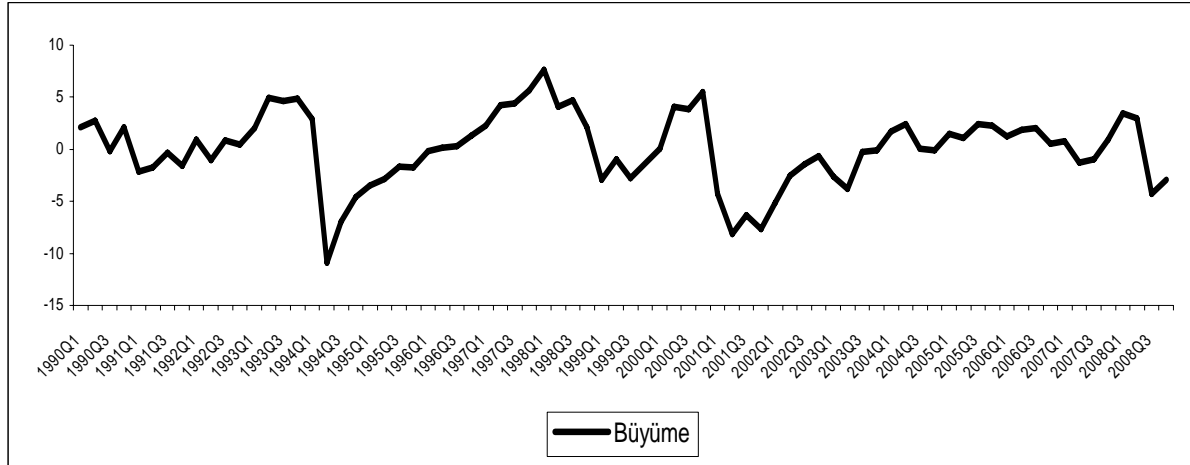
² Bütçe açıklarının GSYİH'ye oranı ve cari işlemler açığının GSYİH'ye oranı değişkenleri model sonuçlarının yorumlanmasında kolaylık sağlaması açısından ters işaretli olarak dikkate alınmıştır. Diğer bir ifadeyle bütçe ve cari işlemler açıkları eksi bir değeri ile çarpılarak GSYİH'ye bölünmüştür. Böylelikle bu oranın artması bütçe ve cari işlemler açığının arttığını göstermiş olacaktır.

Tablo 1: Değişkenlerin Tanımlamaları

Değişken	Açıklama
Büyüme	1987 fiyatları ile reel hale getirilmiş GSYİH'deki büyüme oranı
Kriz	Kriz yaşanan dönemlere göre belirlenmiş kriz kukla değişkeni
Finansaçık	Net uluslararası sermaye giriş ve çıkış toplamının GSYİH'ye oranı
Ticariaçık	İthalat ve ihracat toplamının GSYİH'ye oranı
Bütaçıkgsyih	Bütçe açıklarının GSYİH'ye oranı
Bütharç	GSYİH deflatörü ile reel hale getirilmiş bütçe harcamaları
Cariaçıkgsyih	Cari işlemler açığının GSYİH'ye oranı
Finserbest	1986 ile 1989 arası 0, 1990 ile 2008 arası 1 değerini alan kukla değişken
İMKB 100	İMKB 100 endeks getirisi
Rezerv	Merkez Bankasının elinde bulundurduğu uluslararası rezervler
Sanürend	Sanayi üretim endeksi
S&P 500	S&P 500 endeks getirisi
Enflasyon	Tüketici fiyat endeksinden oluşturulan enflasyon oranı
Faiz	TCMB gecelik faiz oranları
Petrol	Dolar cinsinden petrol fiyatları

Şekil 1'de ekonomik büyüme değişkeninin ele alınan dönem içindeki seyri yer almaktadır. Şekil 1'de 1994, 2000 ve 2001 krizlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi net olarak görülebilmektedir. Krizin ardından GSYİH trend değerinin çok altında kalarak ekonomi önemli şekilde küçülmüştür. Bununla birlikte 1997 yılında Asya'da başlayan ve 1998 yılında Brezilya ile Rusya'da ortaya çıkan küresel krizler Türkiye ekonomisini önemli derecede etkilemiş ve bu yıllarda büyüme negatif olarak gerçekleşmiştir. Son olarak 2007 yılında ABD'de ortaya çıkan kriz Türkiye ekonomisini de etkileyerek büyümenin negatife dönmesini sağlamıştır.

Şekil 1: 1990 ile 2008 Dönemi için Ekonomik Büyüme



cari işlemler açıkları eksi bir değeri ile çarpılarak GSYİH'ye bölünmüştür. Böylelikle bu oranın artması bütçe ve cari işlemler açığının arttığını göstermiş olacaktır.

Çalışmada kullanılan değişkenler zaman serisi olduklarından ilk olarak serilerin bütünlük derecelerinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu amaçla değişkenlerin bütünlük dereceleri Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen PP birim kök testi ile belirlenmiştir. Literatürde en fazla kullanılan birim kök testi Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen ADF birim kök testi olmasına rağmen, bu testin bir takım eksik yönleri bulunmaktadır. ADF testinde hata terimlerinin istatistiksel olarak bağımsız ve sabit varyansa sahip olduğu varsayılmaktadır. ADF testinde hata terimleri için otokorelasyon sorunu modele bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri eklenerek ortadan kaldırılsa dahi değişen varyans sorunun olmadığından emin olunması gerekmektedir. Bu açıdan PP testi hata terimleri için otokorelasyon ve değişen varyans durumunda dahi tutarlı standart hata değerleri verdiği için daha güvenilir sonuçlar vermektedir.

Tablo 2'deki birim kök testi sonuçlarına göre; ekonomik büyüme, finansal dışa açıklık, Bütçe açıklarının GSYİH'ye oranı, Cari işlemler açığının GSYİH'ye oranı, İMKB 100 endeks getirisi, S&P 500 endeks getirisi, enflasyon oranı, faiz oranı ve ticari açıklık oranı düzey değerleri itibarıyla durağan olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte bütçe harcamaları, uluslararası rezervler, sanayi üretim endeksi ve petrol değişkenleri için seri birim kök içermektedir sıfır hipotezi %5 önem düzeyinde kabul edilmiştir. Bu değişkenlerin birinci farkları alındığında elde edilen test istatistiğinin mutlak değer olarak kritik değerden büyük elde edilmesi bu değişkenlerin birinci farklarda durağan olduğunu göstermektedir. Böylelikle bütçe harcamaları, uluslararası rezervler, sanayi üretim endeksi ve petrol değişkenlerinin bütünleşme derecesi bir olarak belirlendiğinden analizlerde bu değişkenlerin birinci farkları dikkate alınmıştır.

Tablo 2: Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzye Değerler		Birinci Farklar	
	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer	Test İstatistiği	%5 Kritik Değer
Büyüme	-3.823	-1.945	-9.210	-1.945
Finansaçık	-4.707	-3.470	-14.946	-1.945
Bütaçıkgsyih	-6.701	-3.470	-19.382	-1.945
Bütharç	-2.833	-3.470	-10.538	-1.945
Cariaçıkgsyih	-3.020	-2.900	-9.972	-1.945
İmkb 100	-5.349	-1.945	-14.007	-1.945
Rezerv	-2.369	-2.900	-6.757	-1.945
Sanürend	-2.761	-3.470	-6.696	-1.945
S&P 500	-7.676	-1.945	-21.884	-1.945
Enflasyon	-6.184	-3.470	-23.011	-1.945
Faiz	-4.561	-3.470	-17.554	-1.945
Petrol	-2.858	-3.470	-2.431	-1.945
Ticariaçık	-4.224	-3.470	-9.853	-1.945

Not: Birim kök testlerinde model formu Enders (2004: 212) tarafından belirtilen genelden özele yöntemine göre belirlenmiştir. Testlerde otokorelasyon ve değişen varyans durumunda güvenilir standart hata değerleri veren Nevey ve West tarafından geliştirilen band genişliği tercih edilmiştir.

Denklem (1) ve Denklem (3)'te belirtilen ekonomik büyüme ve kriz modelleri için elde edilen sonuçlar Tablo 3'te verilmiştir. Büyüme ve kriz modeli oluşturulurken her bir değişken dört gecikmeli değerine kadar dikkate alınmış ve nihai modellere değişkenin istatistiksel olarak anlamlılığına ve iktisadi olarak beklentileri karşılayıp karşılamadığına bakılarak karar verilmiştir. Tablo 3'ün alt panelindeki kriz modeli sonuçları yorumlandığında, rezervler dışındaki tüm değişkenler %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, rezervler değişkeni %20 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bununla birlikte bu değişken modelin tahmin gücünü arttırdığı için kapsam dışında bırakılmamıştır. Beklentilere uygun şekilde İMKB 100 endeks getirisinin artması ülkenin krize girme olasılığını düşürmektedir. Endeks getirinin artması piyasalara güvenin yüksek olduğunu ve yatırımcıların mevcut fonlarının sermaye piyasalarında değerlendirmek istediğini göstermektedir. Piyasaya olan güven ekonomik anlamda işlerin iyi gittiği anlamına geldiğinden endeks getirileri beklentilere uygun şekilde kriz olasılığını düşürmektedir. Bütçe açığının GSYİH'ye oranının artması ise ülkenin krize girme olasılığını arttırmaktadır. Elde edilen bu sonuç beklentilerle uygundur. Çünkü bütçe açıklarının artması mali disiplinin kaybolduğunun göstergesi olarak görülmekte, politika yapıcılara ve buna bağlı olarak ekonomiye olan güveni azaltmaktadır. Kriz modelinde ihracat ve ithalat toplamının GSYİH'ye oranı olarak ölçülen ticari açıklık oranının artması krize girme olasılığını düşürmektedir. Bununla birlikte finansal dışa açıklık değişkenin katsayısı pozitif olarak belirlenmiştir. Finansal dışa açıklık değişkenin içinde yer alan kısa vadeli portföy yatırımları ülke ekonomisi ile ilgili belirsizlikler ortaya çıktığında çok hızlı bir şekilde ülkeden çıkmaktadır. Böylelikle sıcak para olarak adlandırılan portföy yatırımlarının ülkeyi çok kısa sürede terk etmesi Merkez Bankası'nın rezervlerini eriterek geçerli döviz kurunu sürdürememesini sağlamakta ve krizin oluşmasını tetiklemektedir. Böylece Türkiye'de finansal dışa açıklığın artması kriz olasılığını arttırmaktadır.

Tablo 3: Ekonomik Büyüme ve Kriz Modeli Sonuçları

	Katsayı	Std. Hata	t-değeri	p-değeri
Büyüme Modeli:				
Bağımlı Değişken: $Büyüme_t$				
$Finansaçık_t$	0.177	0.086	2.04	0.041
$Kriz_t$	-6.606	3.447	-1.92	0.055
$Ticariaçık_t$	-0.060	0.029	-2.05	0.040
$Sanüiren_{t-3}$	0.383	0.125	3.04	0.002
$Faiz_{t-2}$	-0.047	0.013	-3.42	0.001
$\Delta B\ddot{u}tharç_t$	3.516	2.031	1.73	0.084
$Enflasyon_{t-2}$	0.246	0.071	3.42	0.001
$\dot{I}MKB 100_{t-2}$	0.0003	0.0001	2.25	0.024
Kriz Modeli				
Bağımlı Değişken: $Kriz_t$				
$Finansaçık_t$	0.209	0.104	2.01	0.044
$Ticariaçık_t$	-0.183	0.080	-2.28	0.022
$B\ddot{u}taçıkgsyih_{t-1}$	0.109	0.067	1.61	0.107
$\dot{I}MKB 100_{t-2}$	-0.0004	0.0002	-1.77	0.077
$\Delta Rezerv_{t-1}$	-3.448	2.736	-1.26	0.208
lambda	4.818	1.880	2.56	0.010
Rho	1.000			
Sigma	3.038			

Kriz modelinden elde edilen kriz kukla değişkeninin büyüme modeline açıklayıcı değişken olarak dahil edildiği modeli sonuçları Tablo 3'ün üst panelinde verilmiştir. Büyüme modelinde ele alınan tüm değişkenler %10 önem seviyesinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.³ Açıklayıcı değişkenlerden faiz ve ticari dışa açıklık ekonomik büyümeyi olumsuz etkilerken, sanayi üretim endeksi, bütçe harcamaları, enflasyon ve İMKB endeksi getirisi ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Kriz endeksi değişkeni beklentilere uygun şekilde ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki oluşturmaktadır. Bu sonuca göre kriz dönemlerinde ekonomik büyüme diğer dönemlere göre belirgin bir şekilde düşmektedir. Elde edilen katsayı değerine göre kriz dönemlerinde ekonomideki daralma yaklaşık %6 olarak belirlenmiştir. Finansal dışa açıklık değişkeni iktisadi beklentilere uygun şekilde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bulunan bu sonuç Utkulu ve Kahyaoğlu (2005) ile Yapraklı (2007) tarafından bulunan sonuçlardan farklıdır. Onlar Türkiye'de finansal dışa açıklığın artmasının ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini belirtmişlerdir. Bununla birlikte çalışmada tam tersi bir sonuç ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu sonuç finansal serbestleşme politikalarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyerek arttırdığı görüşü ile örtüşmektedir. Modelde lambda değerinin istatistiksel olarak anlamlı elde edilmesi örnekleme bağılı yanlılık sorununun olduğu ve iki aşamalı yöntemin kullanılmasının bu sorunu ortadan kaldırdığını belirtmektedir.

Finansal dışa açıklığın büyüme üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkisi Tablo 4'de verilmiştir. Probit model doğrusal olmayan model olduğundan dolayı kriz olasılığı için bir değişkenin kısmi etkisi diğer değişkenlerin aldıkları değerlere göre değişmektedir. Bu nedenle finansal serbestleşmenin kriz olasılığı üzerindeki kısmi etkisi $E\left\{\Phi(\hat{a}z_t + \hat{b}) - \Phi(\hat{a}z_t)\right\}$ formülü ile elde edilmektedir. Burada $\Phi(\hat{a}z_t + \hat{b})$ ifadesi probit modelden elde edilen kriz olasılığını, $\Phi(\hat{a}z_t)$ ifadesi ise finansal dışa açıklık değişkeni probit modelden çıkarıldıktan sonra elde edilen kriz olasılığını göstermektedir. İki olasılık değerleri arasındaki fark finansal dışa açıklık değişkeninin ekonomik büyüme üzerindeki kısmi etkisi olarak tanımlanmaktadır. Kriz olasılıkları arasındaki farkın ortalaması 0.00047 olarak elde edilmiştir. Bu değer finansal açıklık değişkeni kriz modeline eklendiğinde kriz olasılık değerini ne kadar arttırdığını göstermektedir. Elde edilen sonuçtan da anlaşılacağı gibi finansal açıklık değişkeninin kriz olasılığı üzerindeki kısmi etkisi çok düşük bulunmuştur. Kısmi etki değeri büyüme

³ Ekonomik büyüme modelinden elde edilen hata terimleri için normallik, değişen varyans ve otokorelasyon sınamaları yapılmış ve %1 önem düzeyinde hata terimlerinin normal dağıldığı, sabit varyansa sahip olduğu ve hata terimleri arasında ilişki olmadığı belirlenmiştir.

modelindeki kriz değişkeni katsayısı ile çarpıldığında dolaylı etki ($-6.606 \times 0.00047 = -0.0031$) $\% -0.0031$ olarak bulunmuştur. Tablo 4'teki sonuçlara göre, finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkisi $\%0.17$ olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte krizler üzerinden dolaylı etkisi $\% -0.0031$ olarak belirlenmiştir. Diğer bir ifadeyle finansal dışa açıklığın artması ortalama ekonomik büyümeyi $\%0.17$ daha fazla artırırken, finansal dışa açıklığa bağlı olarak oluşan finansal krizler ekonomik büyümeyi $\% -0.0031$ oranında düşürmektedir. Toplam etki açısından değerlendirildiğinde Türkiye'nin finansal olarak dışa açılmasının ekonomik büyümeyi arttırdığı sonuna varılmıştır.

Tablo 4: Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi

Doğrudan Etki	$\%0.17$
Dolaylı Etki	$\% -0.0031$
Toplam Etki	$\%0.1669$

SONUÇ

1980'li yıllarda başlayan ve 1990'lı yıllarda tamamlanan finansal serbestleşme sürecinin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisi hakkında literatürde fikir birliği sağlanabilmiş değildir. Literatürde yer alan görüşlere göre, finansal serbestleşme politikalarının finansal derinliği arttırarak kredi ve dış kaynak piyasasının daha etkin bir şekilde işlemesine neden olacağını belirtmektedir. Etkin olarak işleyen bir piyasada düşük riskli yüksek karlı yatırımların fonlanması daha kolay olacak, böylelikle verimlilik artışına paralel olarak ekonomik büyüme hızlanacaktır. Bununla birlikte literatürde yer alan bir diğer görüşe göre, yeterli mali ve finansal derinliği sahip olmayan siyasi ve ekonomik belirsizliklerin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının ekonomiyi daha da kırılgan hale getirdiği yönünde birleşmektedir. Özellikle piyasalarda huzursuzlukların başladığı dönemlerde yüksek miktarlarda fon çıkışlarının yaşanmasının ülkeyi kriz ortamına sürüklediği belirtilmektedir. 1990 yılından sonra Türkiye böyle bir süreci 1994 ve 2001 yıllarında yaşamıştır.

Bu bağlamda bu çalışmada finansal serbestleşmenin göstergelerinden biri olan finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme ile krizler üzerindeki etkisi "düzeltme etkisi modeli" ile araştırılmıştır. Düzeltme etkisi modeli kullanılmasının en önemli nedeni örnekleme bağlı yanlılık sorununu ortadan kaldırmaktır. Elde edilen sonuçlara göre finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisi $\%0.17$ olarak belirlenmiştir. Diğer bir ifadeyle finansal dışa açıklığın artması ekonomik büyümeyi ortalama $\%0.17$ oranında daha fazla arttırmaktadır. Bununla birlikte finansal dışa açıklığın krizler üzerinden ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkisi $\% -0.0031$ olarak bulunmuştur. Bu sonuç ise finansal dışa açıklığın artmasının kriz olasılığını arttırdığı ve buna bağlı olarak ekonomik büyümeyi ($\% -0.0031$ oranında) düşürdüğü şeklindedir. Son olarak finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki toplam etkisi $\%0.16$ olarak tespit edilmiştir. Bu sonuç Türkiye ekonomisinde finansal dışa açılmanın kriz olasılığını arttırdığını bununla birlikte ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin daha fazla olduğunu göstermektedir.

KAYNAKÇA

- AIZENMAN, J. (2002). *Financial Opening: Evidence and Policy Options*. **NBER Working Paper**, 8900.
- AIZENMAN, J. (2004). *Financial Opening and Development: Evidence and Policy Controversies*. **NBER Working Paper**, 9906.
- BARTON, D., NAST, G., NEWELL, R. ve WILSON, G. (2000). *Surviving an Economic Crisis*. **The McKinsey Quarterly**, 4, 48-63.
- BIRD, G. ve RAJAN, R. S. (2001). *Banks, Financial Liberalization and Financial Crises in Emerging Markets*. **The World Economy**, 24 (7), 889-910.
- CAVALLO, E. A. ve FRANKEL, J. A. (2004). *Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stop or Less? Using Gravity to Establish Causality*. **Journal of International Money and Finance**, 27, 1430-1452.
- CHARI, A. ve HENRY, P. B. (2002). *Capital Account Liberalization: Allocative Efficiency or Animal Spirits?* **NBER Working Paper**, 8908.
- DEMİRGÜÇ-KUNT, A. ve DETRAIGACHE, E. (1998). *Financial Liberalization and Financial Fragility*. **World Bank Policy Research Working Paper**, 1917.
- DICKEY, D. A. ve FULLER, W.A. (1979). *Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root*. **Journal of the American Statistical Association**, 74, 427-431.
- DORNBUSCH, R. (2001). *A Primer on Emerging Market Prices*. **NBER Conference on Preventing Currency Crises in Emerging Markets**, January 11-13.
- ENDERS, W. (2004). **Applied Econometric Time Series**. Hoboken: John Wiley&Sons Inc.
- ESEN, O. (2000). *Financial Openness in Turkey*. **International Review of Applied Economics**, 14 (1), 5-23.
- GLICK, R. ve HUTCHISON, M. (2005). *Capital Controls and Exchange Rate Instability in Developing Economies*. **Journal of International Money and Finance**, 24, 387-412.
- HECKMAN, J. (1979). *Sample Selection Bias as a Specification Error*. **Econometrica**, 47, 153-161.
- ITO, H. (2004). *Is Financial Openness a Bad Thing? An Analysis on the Correlation between Financial Liberalization and the Output Performance of Crises-Hit Economies*. **International Economics Working Paper**, 04-23.
- KLEIN, M. W. ve OLIVEI, G. P. (2008). *Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth*. **Journal of International Money and Finance**, 27, 861-875.
- KOMULAINEN, T. ve LUKKARILA, J. (2003) *What Drives Financial Crises in Emerging Markets?* **Emerging Markets Review**, 4, 248-272.
- LEE, I. ve SHIN, J.-H. (2008). *Financial Liberalization, Crises, and Economic Growth*. **Asian Economic Papers**. 7 (1), 106-115.
- MADDALA, G. S. (1983). **Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics**. Cambridge: Cambridge University Press.
- MARTIN, P. ve REY, H. (2002). *Financial Globalization and Emerging Markets: With or without Crash?* **NBER Working Paper Series**, 9288.
- MCKINNON, R. I. (1973) **Money and Capital in Development**. Washington D.C.: The Brookings Institution.
- ONAFOWORA, O. A. ve OEOYE, O. (1998) *Can Trade Liberalization Stimulate Economic Growth in Africa?*. **World Development**, 26 (3), 497-506.
- ORHAN, S. S. (2006). *Kasım ve Şubat Krizlerinin Öncü Değişkenler Yoluyla Sinyal Analiz.*, Seydioğlu, Halil ve Rifat Yıldız (der). **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, İstanbul: Arıkan Basın Yayım Dağıtım.
- PHILLIPS, P. C., ve PERRON, P. (1988). *Testing for a Unit Root in Time Series Regression*. **Biometrika**, 75, 335-46.
- RANCIERE, R., TORNELL, A. ve WESTERMAN, F. (2006). *Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth*. **Journal of Banking & Finance**, 30, 3331-3348.
- SHAW, S. E. (1973). **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University Press.
- SINGH, A. (2003). *Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development*. **Eastern Economic Journal**, 29 (2), 191-216.
- TORNELL, A., WESTERMANN, F. ve MARTINEZ, L. (2003) *Liberalization, Growth, and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World*. **Brookings Papers on Economic Activity**, 2, 1-113.
- TORNELL, A., WESTERMANN, F. ve MARTINEZ, L. (2004) *The Positive Link between Financial Liberalization, Growth and Crises*. **CESIFO Working Paper**, 1164.
- UTKULU, U. ve KAHYAOĞLU, H. (2005). *Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye'de Büyüme Ne Yönde Etkiledi?* **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2005/13.

WANG, J. (2007). *Financial Liberalization and Regulation in East Asia: Lessons from Financial Crises and the Chinese Experience of Controlled Liberalization*. **Journal of World Trade**, 41 (1), 211-241.

WELLER, C. E. (2001). *Financial Crises after Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?*. **The Journal of Development Studies**, 38 (1), 98-127.

WYPLOSZ, C. (2002). *How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?*. **Comparative Economic Studies**, 64 (2), 1-26.

YAPRAKLI, S. (2007). *Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. **Ekonometri ve İstatistik**, 5, 67-89.