

REGÜLASYONLAR FİNANSAL KRİZLERE ÇARE OLABİLİR Mİ?

Özlem ÖZTÜRK ÇETENAK¹

Özet

Regülasyonlar belirli sosyal amaçlara hizmet etmeyi hedefleyen yasal düzenlemelerdir. Bu düzenlemeler büyüme sürecinin temel dinamiklerini ve kaynak dağılımını iyileştirerek veya bozarak önemli makro ekonomik sonuçlar üretme potansiyeline sahiptir. 2007 yılına kadar finansal krizlere, kriz deneyimleyen ülkelerin ulusal piyasa ve politikalarını düzenleyerek çözüm aranmıştır. Ancak 2008 küresel krizi sonrası dünyadaki tüm finansal piyasaların ortak kurallara bağlanması konusunda görüş birliği oluşmuştur. Çalışmada finansal regülasyonlar ile büyüme oranı arasında bir ilişki olup olmadığı sorusunu yanıtlamak amacıyla 46 ülkenin 2000-2009 dönemine ait verileri regresyon analiz yöntemi ile test edilmiştir. Sonuçta yüksek gelir grubundaki ülkelerde 2008 sonrasında uygulanan regülasyonların büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Regülasyon, Finansal Kriz, Finansal Regülasyon

Jel Kodları: G01, G18, G28

CAN REGULATIONS BE REMEDY FOR THE FINANCIAL CRISIS

Abstract

Regulations are legal arrangements which aim to help some social purposes. But sometimes these arrangements may work for some specific groups' benefits instead of social purposes. Nevertheless regulations have great potential to create significant macro economic results by improving dynamics of growth process fundamentals and source allocation. Until 2007, countries which affected by crisis had tried to find solution by making regulations on financial markets and monetary policy. But 2008 global crisis showed that financial markets and system should regulate all around the world. This study is an empirical examination of the impact of financial regulation on outputs growth rate. For this purpose, firstly elaborated on some concepts such as public intervention, regulation and crisis. At the empirical part of the study, 46 countries was analyzed for the period 2000 to 2009 by using regression techniques. Our results show that after 2008 crisis, applied financial regulations has positive effect on income at the high income countries.

Key Words: Regulation, Financial Crisis, Financial Regulation

Jel Codes: G01, G18, G28

¹ Yrd. Doç. Dr., Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, ozlemcetenak@nevsehir.edu.tr, Nevşehir HBV Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, Kat:3 Ofis No:83 NEVŞEHİR

GİRİŞ

İktisadi gelişmede devletin ve piyasanın ekonomideki görece rollerinin ne olması gerektiği tartışmaları özellikle Büyük Buhan'dan sonra yoğunlaşmıştır. Bir türlü sona ermeyen bunalım Neoklasik yaklaşıma olan güveni azaltmıştır. Bu güven bunalımından yararlanarak Neoklasik yaklaşımın reddiyle ortaya çıkan Keynesyen yaklaşım, gelişmiş ülkelerdeki iktisadi olayları makro düzeyde analiz etme düşüncesinden hareketle uygulamada refah devletine kapı aralamış ve Neoklasik teorisinin yerini almıştır. Az gelişmiş ülkelerdeki ekonomik analizlerde ise, kalkınma iktisadı Neoklasik yaklaşımın yerine ikame edilmiştir.

Keynesyen yaklaşım, 1950'lerde ve 1960'larda kalkınma iktisadı alanındaki çalışmalara egemen olmuştur. Rostow, Gerschenkron, Leibenstein ve nihayet Hirschman gibi teorisyenlerce geliştirilen ve Yapısalcı yaklaşım olarak da ifade edilen bu teori, kalkınmakta olan ülkelerde piyasa mekanizmasının başarısızlığını ve bunun yerini tutacak hükümet müdahalesine olan ihtiyacı vurgulamıştır. Ancak, yaklaşık 20-25 yıl Yapısalcı yaklaşımın gölgesinde kalan Neoklasik yaklaşım, kalkınmakta olan ülkelerde ortaya çıkan siyasi hatalar sonucu 1970'lerin ikinci yarısından itibaren adeta yeniden dirilmiştir. Bu dönemde ortaya çıkan petrol krizi bu dengesizlikleri daha da artırarak, durgunluk ve enflasyonun bir arada yaşandığı stagflasyonu beraberinde getirmiştir. Keynesyen politikaların bu krizin aşılmasında çaresiz kalması ise, bu politikalara dayandırılan refah devleti söylemini ve uygulamalarını prestij kaybına uğratmış ve neoklasik iktisat temelli yeni görüşler popülerite kazanmaya başlamıştır. 1980'lerde hız kazanan serbest piyasa söylemleri yeniden tüm dünyayı etkisine almış ve hızlı bir deregülasyon süreci yaşanmaya başlanmıştır. Ancak 2007'de ABD finansal sisteminde ortaya çıkan ve hızla önce Avrupa'ya oradan da diğer ülkelere yayılan kriz devletin özellikle finansal piyasalara müdahale etmesini zorunlu kılmıştır.

I.FİNANSAL REGÜLASYONLAR: TANIM VE KAPSAM

1980'li yılların başlarından itibaren uygulamaya konulan finansal reform süreci, kesintilere uğramasına rağmen birçok ülkede devam etmektedir. Bu süreç iki döneme ayrılarak incelenebilir. İlk dönem 1980'lerden başlayan ve 1990'lı yıllara kadar devam eden ve birçok ülkenin mali piyasalarla ilgili finansal baskı döneminden kalma yasaları kaldırdığı ya da yeniden düzenlediği dönemdir. Ancak bu dönemde Arjantin, Filipinler, Finlandiya, Gana, İsrail, İsveç, Norveç, Şili, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezüella ciddi mali ve parasal krizler yaşamışlardır. 1990'lı yıllardan başlayan ikinci dönemde ise ekonomide daha çok yapısal düzenlemelere yönelik çalışmalar yapılmıştır.

Bu düzenlemelerin temel amaçları, makroekonomik istikrarı sağlamak, kredi piyasasında ters seçim ve etik problemleri gibi asimetrik bilgi'den kaynaklanan aksaklıkları gidermek için finansal kurumlara yönelik etkin bir denetleme ve gözetleme mekanizması kurmak, bankacılık sektöründe rekabeti sağlamak, ulusal kredi piyasası ile uluslararası kredi piyasaları arasındaki kopuklukları gidermek ve menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla entegrasyonu sağlamak olmuştur (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: s.4).

ABD'nin Sayıştay'ı olan GAO (Government Accountability Office) ise finansal regülasyonun temel hedeflerini şöyle belirlemiştir (2009: s. 4):

- Tüketicinin yeterli düzeyde korunacağı garanti altına alınmalıdır.
- Piyasaların dürüstlüğü temin edilmelidir.
- Finansal kurumların sağlamlığı ve güvenirliliği gözlemlenmelidir.
- Tüm finansal sistemin istikrarını sağlamak amacıyla regülatörler, sistemik riskleri azaltıcı faaliyetlerde bulunmalıdır.

Bu hedeflere ulaşmak amacıyla gelişmekte olan ülkelerde, devlet altı şekilde finansal piyasalara baskılama uygulamaktadır. Bunlar: Kredi tayinlaması (Selektif), faiz oranlarına baskı, finansal sektöre girecek yeni kurumlar düzenleme, banka işlemlerine müdahale, finansal kurumların sahipliğine müdahale, piyasada borçlanma şartlarına müdahalelerdir (Williamson, 1998: s. 1).

I.I. Finansal Regülasyonun Değişen Çerçevesi

Liberal politikalar ve teknolojik gelişmenin finansal piyasalar için ortaya çıkardığı en önemli sonuç, piyasaların uluslararasılaşma sürecine girmiş olmasıdır. Bu sürecin doğal bir sonucu olarak daha önce çeşitli nedenlerden dolayı ortaya çıkan sınırlamalarla yarı izole bir yapıda olan ulusal finans piyasalar, yabancı yatırımcıların fon akımlarına açık hale gelmiştir. Gelişmekte olan ülkelere 1990'lara kadar %60 oranında gerçekleşen resmi kaynaklardan yapılan sermaye aktarımlarının, 1990-1994 yılları arasında %11'e düşmesi ve özel sermaye akımlarındaki doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının banka kredilerine kıyasla artan oranı, 1990'lı yıllardaki liberalizasyon politikalarının finansal piyasalar üzerine etkilerini göstermektedir.

Finansal hizmet kuruluşlarının yapılarında meydana gelen değişimler de çeşitli sorunlara yol açmıştır. Bu sorunlardan ilki, finansal hizmet kuruluşları arasındaki rekabetin artması ve uluslararası boyuta taşınmış olmasının, bu kuruluşları karlı ancak riski yüksek alanlarda işlem yapmaya teşvik etmesidir. Finansal hizmet kuruluşu için sadece kurallarına bağlı olduğu ülkenin düzenlemelerin etkin olması, riskin azalması için yeterli olmamaktadır. Finansal kuruluşlar için risk yaratan bir diğer unsur da finansal hizmet kuruluşlarının tüm finansal hizmetleri sağlayacak şekilde entegre bir yapıya bürünmesidir. Mevcut düzenlemelerin finansal kuruluşların faaliyetlerinin tamamını kapsamaması nedeniyle gerekli risk değerlendirmeleri yapılamamıştır.

Finansal alanda önemli bir nokta da, bankaların mali yapıları içerisindeki sermaye piyasası varlıklarının ve özellikle de türev araçların payının artmasıdır. Kriz dönemlerinde, düzenleme, denetim ve gözetim sistemindeki zayıflıklar nedeniyle finansal kuruluşların güç durumda olmalarının, krize ilişkin ekonomi politikalarının uygulama gücünü de azalttığı ve olumsuz yönde etkilediği gözlenmektedir. Bu durumda ise asıl amacı rekabetçi finansal piyasalar yaratmak olan düzenlemeler, korumacı piyasaların oluşumuna neden olmaktadır (IMF, 2001).

I.II. Optimal Regülasyon Seçimi

Krizin olmadığı dönemlerde bir yük gibi görülen regülasyonun gerekliliği kriz dönemlerinde daha çok anlaşılmaktadır. Politika yapımcılar öncelikle ileride oluşabilecek olası krizlere karşı tedbir olarak regülasyonun bir gereklilik olduğunu kabul etmelidir. Daha sonra ise regülasyonun maliyetleri ile yeterli regülasyonun olmadığı durumlarda ortaya çıkan krizlerin maliyetini göz önünde bulundurarak bir tercihte bulunmalı ve ortaya çıkmadan önce optimal regülasyon seçimini yaparak uygulamaya koymalıdır (Aizenman, 2009:15-19).

Regülasyonların mantığı ve içeriği açısından ekonominin diğer alanlarına göre finansal piyasaların düzenlenmesi konusu çeşitli yaklaşım farklılıklarına sahiptir. Bu farklılığın en önemli nedeni, finansal piyasaların diğer piyasalara nazaran ekonominin geneli üzerindeki etkisinin daha yüksek olması ve hükümetlerin uyguladığı para politikaları ile yakın ilişkisinin bulunmasıdır. Bu nedenle finansal piyasalarla ilgili düzenlemelerde, piyasaların etkinliğinin sağlanmasının yanında, makro açıdan işsizlik, enflasyon, ödemeler dengesi gibi konularda istikrarın sağlanması ve para politikalarının etkinliğinin artırılması da yapısal kriterler olarak göz önüne alınmaktadır (Gowland, 1990: s. 39-41).

Finansal piyasaların ne şekilde regüle edileceği konusunda tam olarak bir netlik sağlanabilmiş değildir. Ancak yapılacak regülasyonun temelde kurula dayalı ve esnek olması gerektiği söylenebilir. Finansal regülasyonlar planlanırken dikkat edilmesi gereken noktalar şöyle özetlenebilir (Brunnermeier vd., 2009: s. 59-92):

- Uygulanacak regülasyon, finansal piyasalarda ortaya çıkmış bir piyasa başarısızlığı gibi haklı bir nedene dayandırılabilir.
- Etkin bir regülasyon, finansal kurumlara, sosyal maliyetin özel maliyeti aşması nedeniyle ortaya çıkabilecek dışsallıkları içselleştirebilmeleri için teşvikler sağlamalıdır
- Krize verilen tepkinin bir sonucu olarak pek çok ülkede bankacılık sisteminde yoğunlaşma artmıştır. Rekabeti teşvik etmek amacıyla gerekli görüldüğü takdirde daha fazla müdahale yapılabilir.
- Her ülkedeki tüm regülatörler ve denetimciler sistemik kurumların ve piyasaların listelerinde hem fikir olmalı ve diğer ülkelerdeki denetimcilerle listelerini değiştirmeye hazır olmalıdırlar.
- Daha uzun vadeli fonlama sağlamaya yönelik teşvikler sağlamaya yönelik bir fonlama yaklaşımı benimsenmelidir.

Özlem Öztürk Çetenak

• Dalgalanmaların zamanlar arası olduğu kadar ülkeler arasında da farklılaşmasından dolayı regülatör güçlerdeki vurgu evsahibi ülkeye yönelmelidir.

• Kriz yönetiminin maliyetli olması nedeniyle Merkez Bankası ile Finansmandan sorumlu bakanlık birlikte çalışmalıdır.

• Kriz yönetimi ulusal seviyede krizi engelleme çalışmaları ise uluslararası seviyede yapılabilir.

Finansal piyasaların regülasyonu tasarlanırken bazı temel ilkelere dayandırılması gerekmektedir. Bu ilkeler şunlardır (Pistor, 2009: s. 1):

• Çeşitlilik: Yeni problemlere yeni çözümler üretebilecek alternatif regülasyonların var olması demektir. Politika üretenler bu alternatif regülasyonların geçişinde ve bunla arasındaki değiş tokuş ilişkisinin açıklanmasında etkin bir rol üstlenmelidir.

• Sistemik risk yönetimi: Regülasyonun piyasa katılımcılarının teşviklerinden çok sistemik risk yönetimine odaklanması gerektiğini ifade eder. Gelecekteki krizleri önlemek için tasarlanan regülasyon, kendi çıkarını düşünen piyasa aktörlerinin teşvikleriyle çatışacaktır.

• İsteklilik ilkesi: Finansal piyasa aktörlerinin yapılan regülasyonlara katılıma istekli olması gerekliliğini vurgular. Finansal frizler ekonomi sahnesinde görülmeye başladığı günden bu yana akabinde sürekli olarak yeni reformlara ihtiyaç duyulmuştur. Kanunları ve regülasyonları değiştirmek yerine piyasadaki değişikliklere yönelik regülasyon tepkileri sürekli izlenmeli ve uyumu vurgulayan, süreç odaklı bir strateji belirlenmelidir.

Finansal piyasalara ilişkin düzenlemelerde, ekonominin genelini etkileme gücü önemli bir etken olduğundan, finansal piyasaların güvenli ve sağlıklı işleminin sağlanması geleneksel bakış açısını oluşturmuştur (Swann, 1989: s. 9).

II. YEREL VE ULUSLARARASI FİNANSAL REGÜLASYON UYGULAMALARI

Finansal krizlerle ilgili literatürde krizlere götüren süreçte belirleyici ve ortak sayılabilecek faktörler olarak, kamuoyuna bilgi sunumu ve şeffaflığın yetersizliği, yanlış yönlendirilmiş yatırım teşvikleri ve kredi garantileri, çok büyük boyutlara ulaşan dış açıklar, çok uzun süre korunan sabit döviz kurları, zayıf finansal düzenlemeler ve yurtdışından aşırı borçlanma olgularına vurgu yapılmaktadır. Bu çerçevede geliştirilen çözüm önerilerinin büyük bir kısmı, uygulanacak yurtiçi politikalarla bu sorunların kalıcı biçimde giderilmesine yönelik olmaktadır. Ulusal ölçekte alınması gereken önlemler Dünya Bankası (WB, 2001) tarafından şöyle belirlenmiştir:

- Uluslararası standartların uygulanarak ulusal finansal sistemler güçlendirilmeli,
- Ulusal piyasaların şeffaflığı artırılmalı,
- Güçlü bir borç yönetim politikası belirlenmeli,
- Sosyal güvenlik ağlarının güçlendirilmeli
- Uygun ve sürekli bir döviz kuru rejimi belirlenmeli,
- Türev finansal araçlardan faydalanılmalı,
- Etkin bir iflas ve kredi mekanizması geliştirilmeli,
- Finansal yeniden yapılanmasının desteklenmeli,
- Krizlerin sosyal sonuçları en aza indirilmelidir.

Bu çerçevede ilk olarak yapılması gereken özellikle gelişmekte olan ülkelerde hükümetlerin bütçe açıklarını merkez bankası aracılığıyla finanse etme gücünün ortadan kaldırılmasıdır. Buna ek olarak döviz girişlerine karşılık yeni para yaratma olanağının kısıtlanması için tam dolarizasyon veya para kurulu önerilmektedir (White, 2003: s. 248). Ülkelerin tercih ettikleri döviz kuru rejimleri finansal istikrar açısından

önemli bir rol oynamaktadır. Krizlerin oluşmasında kilit faktörlerden biri de uluslararası likiditenin yetersizliğidir. Ülkelerin yüksek düzeyde uluslararası likiditeye sahip olması spekülasyon bir saldırı karşısında ciddi sıkıntılar yaşamamasını engelleyecektir.

Yukarıda özetlenen yerel regülasyon çalışmaları ülkelerin finansal yapılarını sağlamlaştırırsa da küreselleşme sonucunda entegre hale gelen dünya finansal piyasalarında krizlerin yayılma etkisini ortadan kaldıramamaktadır. Bu nedenle küresel düzeyde işbirliği ve standartların oluşturulması gerekmektedir. Uluslararası standartların oluşturulması gerekliliği 1. Dünya Savaşı ve ardından 1929 yılında patlak veren Büyük buhran sonrasında farkedilmiştir. Finansal sistem uyumsuzluklarının giderilmesi adına yapılan girişimlerden biri Uluslararası ödemeler bankası (BIS)'nin kurulmasıdır. Yine 1944 yılında ABD'nin Bretton Woods kentinde düzenlenen toplantıda alınan kararlar neticesinde dünya ticaretinin serbestleşmesi ve mali yapının kontrolünün sağlanması adına iki temel kurumun IMF ve Dünya Bankası'nın kurulması karara bağlanmıştır. Bu gelişmeleri 1999 yılında Uluslararası Para ve Finans Komitesi (IMFC)'nin kurulması izlemiştir. IMFC'nin oluşturulması ABD ve Avrupa arasındaki uluslararası birimlerin güçlendirilmesi konusundaki ayrıntılı bir diplomatik diyalogun sonucudur. ABD daha çok yükselen piyasa ekonomisinin dahil edilmesini desteklemiş bu da G-20'nin oluşturulmasıyla sonuçlanmıştır. Avrupa ise daha çok mevcut kurumların güçlendirilmesinden yana olmuştur.

II.I. Basel Komiteleri

1974 yılında oluşturulan ve (BIS) bünyesinde faaliyet gösteren Basel Bankacılık Denetim Komitesi ulusal sermaye yeterliliği hesaplama yöntemlerini birbirleriyle uyumlu hale getirmek ve bu konuda asgari bir standart oluşturmak amacıyla 1988 yılında Basel-I olarak adlandırılan Sermaye Yeterliliği Uzlaşısını yayınlamıştır. Basel-I kriterlerinin temel amacı, kredi verilecek olan müşterinin kredi riski açısından sermaye yükümlülüğünün OECD ülkesi olup olmama kriterine göre belirlenmesidir (BIS, 1988: s. 1-2).

Basel Komitesi, finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri ve Basel-I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksikliklerini dikkate alarak Haziran 1999'da Yeni Basel Sermaye Yeterliliği Uzlaşısına (Basel-II) ilişkin ilk istişari metni yayınlamıştır. Ardından 2001 yılı başında ikinci istişari metin, Nisan 2003'te ise üçüncü istişari metin yayınlanmıştır. Basel-II'ye ilişkin nihai metin Haziran 2004'te yayımlanmıştır.

Ancak 2007'de ABD'de başlayan ve çok kısa sürede tüm dünyayı etki altına alan kriz özellikle bankacılık alanında yeni düzenlemelerin gerekliliğini gündeme getirmiştir. Buna ek olarak Basel I ve Basel II'de belirlenen kuralların, gelişmiş ülkelere doğru sermaye akışına neden olmuştur. Bu akış kısa vadeli banka kredileri şeklinde olduğundan tehlike arz etmektedir. Basel II güneydeki firmaların finansman maliyetlerini artırmış ve gelişmiş ülkelerin rekabet avantajını pekiştirmiştir. Sıralanan aksaklıklar nedeniyle Basel II'nin yetersizliği ortaya çıkmış ve yeni bir düzenleme setine ihtiyaç doğmuştur (Wade, 2008: s. 10). Bu amaçla 12 Eylül 2010 tarihinde Basel-III uzlaşısı kabul edilmiştir. Basel III, Basel II gibi sermaye gereksinimi hesaplama yöntemini tümünden değiştiren bir "devrim" değil ancak Basel II'nin özellikle son finansal krizdeki gözlemlenen eksikliklerini tamamlayan bir ek düzenlemeler seti niteliğindedir (BDDK, 2010: s. 6).

II.II. Uluslararası Finansal Forumlar ve Yeni Finansal Mimari Tartışmaları

Küresel finans sisteminin idare ve denetimde standart kodlar oluşturulmasına yönelik yeni yaklaşımlar resmi veya gayriresmi düzeyde birçok kurumun da etkinlik kazanmasına neden olmuştur. Bu anlamda en etkin kurumlar G-20 ve Finansal İstikrar Forumu (FSF)'dur.

1990'lı yıllarda, birkaç yıl arayla Asya'da, Rusya'da ve Güney Amerika'da yaşanan sistemik nitelikli finansal krizlerle dünya ekonomik istikrarı ve refahı olumsuz yönde etkilemiştir. 1999 yılında, G-7 ülkeleri, bu gelişmeleri dikkate alarak genişleme gereği hissetmiş ve yapısını genişleterek dünya üretiminin ve nüfusunun nitelikli çoğunluğunu kapsayan G-20 yapısı oluşturmuştur. Yine finansal istikrar konusunda daha fazla işbirliğinin gerekliliği düşüncesinin bir sonucu olarak 1999'da Finansal İstikrar Forumu oluşturulmuştur.

Tüm girişimlere rağmen ne G-20 ne de Finansal İstikrar Forumu kalıcı ve köklü değişikliklere yol açmamıştır. O dönemde IMF'nin ikinci başkanı Anne Krueger yeni bir uluslararası finansal mimariye olan ihtiyacı açıkça telaffuz etmiştir. Bunun ne gibi unsurları içermesi gerektiği konusu ise geniş tartışmalara sahne olmuştur. Buradaki tehdit algılayışı, gelişmiş ülkeler dışında ortaya çıkabilen ve alışılmış cari açık, bütçe açığı gibi sorunlardan kaynaklanmayan krizlerin hızla yayılıp dünya ekonomisinin ve finans sisteminin tamamını tehdit edebilecek bir mahiyet kazanmasından kaynaklanmıştır. Fakat kısa bir süre içerisinde bu krizlerin kategorik bir şekilde sınırlandırıldığı, yani dünya genelinde çok tahrip edici etkilerinin olmadığı anlaşılmıştır.

Özlem Öztürk Çetenak

Zamanla bu arayışla ilgili yoğunlaşma veya düzenlemelere olan istek de nispeten azalmıştır. G-20 ve FSF başlangıçtaki kadar iddialı ve yüksek bir profil çizmemişlerdir. Böylece finansal mimari tartışmalarının da üzeri küllenmiştir. Ta ki son yaşanan küresel krize kadar. Kriz ilk kez gelişmiş ekonomilerde ortaya çıkmış ve kısa bir süre içinde tüm dünyayı etkilemiştir. Ayrıca küresel ölçekte bir likidite ve kredi çöküşünün yaşanabileceğine dair çok güçlü kanıtlar sunmuştur (Turhan, 2009: s. 2-3).

Krizin birçok kurbanı arasında küresel finansal mimari de yer almaktadır. Krizde yapının üç temel dayanak noktasının sarsılması küresel finansal mimariye itibarını kaybettirmiştir. Birincisi finansal hizmetleri düzenleyici otorite, firmaların olası olumsuz davranışlarına karşı mevduat sahipleri ve tüketicileri korumayı düşünmemiştir. İkincisi finansal piyasalara, yatırım sermayesi ve tüketici kredilerini istediği şekilde bireyler, firmalar ve devlet arasında dağıtma yetkisi verilmiştir. Buna rağmen devlet sürekli dışarıda tutulmaya çalışılmıştır. Ancak kaldıraç oranları ve karmaşık finansal mühendislik araçlarıyla yaratılan şeffaf olmayan ortam piyasaların çökmesi ve hükümetlerin kurtarma operasyonları ile sonuçlanmıştır. Sistemin üçüncü dayanak noktası parasal istikrarı sağlama görevinin merkez bankasına devredilmesidir. Merkez bankaları ise perakende fiyat endeksi üzerine odaklanarak, faiz oranlarını düşük tutmayı tercih etmişlerdir. Düşük faiz oranları is kredi genişlemesini teşvik ederek krizin oluşmasına yol açmıştır (Wade, 2008: s. 10).

Acil kriz yönetimi açısından yapılması gerekenler 2008 yılı ekim ayında IMF yıllık toplantısında açıklanmıştır. Buna göre krizden etkilenen ülkelere acil finansman mekanizmasının (EFM) devreye koyularak normal kredi sürecinin hızlandırılması planlanmıştır. İkincisi ise dışsal şok araçlarının (ESF) kullanılmasıdır. Bu araçlar dışsal şoklardan etkilenen düşük gelirli ülkelere politika desteği ve finansal asistanlık hizmetlerinden oluşmaktadır (Weiss, 2008:, s. 3-4).

Londra'da 2 Nisan 2009 tarihinde yapılan G-20 Zirvesinde ise krizin nedeninin finansal düzenleme ve denetimdeki başarısızlık olduğu, bu anlamda sağlam bir küresel sistem kurulması için ülkeler arası işbirliğinin gerekliliği, şeffaflık ve piyasa disiplini gibi konuların desteklenmesi gerektiği belirtilmiştir. Toplantıda üzerinde mutabakat sağlanan konular şöyledir (London Summit, 2009):

- Yeni bir finansal istikrar kurulunun kurulması gerekmektedir.
- Kurulan kurul IMF ile işbirliği içerisinde çalışmalıdır.
- Düzenleme sistemi yeniden belirlenmelidir.
- Düzenleme ve denetim tüm finansal kurumları içerecek şekilde genişletilmelidir.
- Yöneticilerin maaş ve primleri için yeni kurallar getirilmelidir.
- Sermaye oranları artırılmalı ve sermaye yapıları güçlendirilmelidir.
- Vergi cenneti olarak anılan ülkelere karşı tedbirler alınmalıdır.
- Küresel anlamda genel muhasebe standartları getirilmelidir.

Yeni finansal mimari tartışmalarının odak noktalarından biri uluslararası finansal sistemin istikrarı için bankacılık sisteminin sıkı gözetiminin gerekliliğidir. Böyle bir kontrolün Uluslararası bir kurum tarafından yapılması mümkündür. Yine bir diğer öneri Uluslararası sermaye hareketleri üzerine işlem vadesi ile orantılı yeni bir vergi koyularak spekülasyonların maliyetinin yükseltilmesi ile ilgilidir (Kargı ve Karayılmazlar, 2009: 31-35).

Bu bağlamda yeni finansal mimari tartışmalarının küresel düzeyde ticari ve mali işbirliğinin sağlanmasına ek olarak ülkelerin eşgüdümlü politikalar izleyebilmesi için gerekli reformlar üzerinde yoğunlaştığını söylemek mümkündür.

III. VERİ SETİ

Analizde kullanılan veriler 46 ülkenin 2000-2009 dönemine ait verileridir. Ülke seçiminde ülkelerin finansal piyasalarının yapısı birincil etken olmuştur. Buna ek olarak analizde kullanılması düşünülen ancak verilerine ulaşılamayan ülkeler analiz dışında bırakılmıştır. Bu bağlamda analizde OECD üyesi ülkeler arasında yüksek gelir grubuna dahil olan 32 ülke ile üst orta gelir grubuna dahil olan 14 ülkenin verileri kullanılmıştır. Aşağıda bu verilerle ilgili açıklamalara yer verilecektir.

Klasik iktisat teorisinde kriz sözcüğü yerine “iş çevrimleri” ya da “konjonktür dalgaları” gibi ifadeler kullanılmış ve bu dalgalanmalar genellikle ani dışsal şoklar ya da bazı yanlış karar süreçlerine dayandırılmıştır (Önder, 2009: s.14). Krizin karşılığı olan konjonktürün resesyon ya da durgunluk evreleridir. Uygulamada iki çeyrek dönemden uzun süren resesyonlar kriz olarak kabul edilmektedir. Ampirik çalışmalarda genellikle ekonomilerin makroekonomik performans göstergesi olarak çıktıdaki büyüme oranını ifade ettiği kabul edilen GSYİH'nın büyüme oranı alınmıştır. GSYİH'nın azalması ise bir ekonomik krizin göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu düşüşün şiddeti ise krizin şiddeti ile ilgili fikir vermektedir.

Neoklasik iktisat teorisine göre sermaye birikimi büyümenin anahtarı olarak görülmüştür. Yeni büyüme modellerinde ise fiziki sermaye, beşeri sermaye ve bilgi sermayesinin ölçüğe göre artan getiriye sahip olduğu ve yüksek düzeyde sermayeye sahip olan ülkelerin daha hızlı büyüdüğü kabul edilmektedir. Bu çalışmada, gelirin göstergesi olarak kişi başına düşen GSYİH'nın büyüme oranı alınmıştır. Çıktıyı etkileyen temel unsurlardan sermayeyi temsilen gayri safi sabit sermaye oluşumu (GFCF) ve işgücünü temsilen ortaöğretimden mezun olan işgücü oranı (LFSE) değişkeni kullanılmıştır. Bu değişkenlere ait değerler, Dünya Bankası (WB) veri tabanında yer alan World Development Indicators (WDI) kategorisindeki verilerden alınmıştır. Bir diğer kontrol değişkeni RL, hukukun üstünlüğünü temsil etmektedir. Anılan veriler Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi (2010) tarafından derlenen endeks verileridir. Endeks -2,5 ile +2,5 arasında değerler almakta ve bu değerler sırasıyla zayıf ve yüksek oranda hukukun üstünlüğünü ifade etmektedir. Hukukun üstünlüğü kavramı ise anlaşmalara uyma, mülkiyet haklarının varlığı, yolsuzluktan kaçınma, suç oranı gibi birçok unsuru kapsamaktadır.

Finansal regülasyon göstergesi olarak Economic Freedom of The World tarafından yayınlanan regülasyon endekslerinin bir alt kategorisi olan Sermaye Piyasası Regülasyon (Credit Market Regulation) verileri kullanılmıştır. Bu veriler 2000-2009 döneminde Dünya Bankası ve IMF tarafından yayınlanan anketlerden derlenerek oluşturulmuş endekslerin ortalamasıdır. Endeks 1 ile 10 arasında değerler almakta ve endeks değeri yükseldikçe piyasanın deregülasyon derecesi yükselmektedir. Sermaye piyasası regülasyonlarını temsil eden bu endeksin alt bileşenleri ise aşağıdaki gibidir:

- *Banka sahipliği endeksi:* Bu endeks toplam mevduatlar içerisinde özel bankaların payını göstermektedir.
- *Yabancı banka rekabet endeksi:* Bu endeks bankacılık sektörü içerisinde yabancı bankaların toplam varlıklardan aldığı payı göstermektedir.
- *Özel sektör kredileri endeksi:* Özel sektörün toplam yurtiçi kredilerden aldığı payı göstermektedir.
- *Faiz oranı kontrolü ve negatif reel faiz oranı endeksi:* Faiz oranları piyasa tarafından belirlenen, istikrarlı bir para politikası uygulamasına ve pozitif mevduat ve borçlanma oranlarına sahip olan ülkeler yüksek endeks değeri almaktadır.

IV. AMPİRİK YÖNTEM VE BULGULAR

Reel GSYİH'nın büyüme oranı ülkelerin makro ekonomik performansının göstergesi olarak yaygın olarak kullanılmaktadır. Neoklasik teoriye göre çıktıdaki büyüme;

$$Q = A (K^{\alpha}, L^{\beta}) \quad (1)$$

şeklinde ifade edilmektedir. Eşitliğe göre büyümenin temel belirleyicileri emek ve sermayedir. A ise verimliliği artıran tüm faktörleri içermektedir. Literatürde bu iki temel unsur dışında büyüme üzerinde etkili

Özlem Öztürk Çetenak

olduğu düşünülen çok çeşitli faktörler olduğuna dair sayısız çalışma vardır.

Bu çalışmada konuya uygun olarak sermaye piyasası regülasyonları bağımsız değişken olarak kullanılmış ve bu anlamda kontrol değişkeni olarak hukukun üstünlüğü endeksine yer verilerek aşağıdaki model tahmin edilmiştir.

$$GDP = \beta 0 + \beta 1 GFCF + \beta 2 LFSE + \beta 3 CMR + \beta 4 RL \quad (2)$$

Eşitlik 2.'de verilen modelin tahmin edilmesinde finansal regülasyon ile makroekonomik performans arasındaki ilişkinin belirlenmesi amacıyla çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Çoklu doğrusal regresyon analizi, bir bağımlı değişken ile iki veya daha fazla bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi incelemek için kullanılan bir yöntemdir. Çoklu doğrusal regresyon modelinin genel gösterimi aşağıda verilmiştir.

$$y_i = f(x_{1i}, x_{2i}, x_{3i}, \dots, x_{ni}) + u_i$$
$$y_i = \beta 0 + \beta 1 x_{1i} + \beta 2 x_{2i} + \beta 3 x_{3i} + \dots + \beta n x_{ni} + u_i \quad (3)$$

3. eşitliğindeki y_i bağımlı ya da açıklanan değişkeni ifade ederken, x_1, \dots, x_n ise bağımsız ya da açıklayıcı değişkenleri göstermektedir. u_i örneklemin olasılıklı hata terimini; i ise i 'inci gözlemi belirtmektedir. Eşitlikteki $\beta 0$, sabit terim, $\beta 1, \beta 2, \beta 3, \dots, \beta n$ katsayıları ise kısmi regresyon katsayıları olarak adlandırılmaktadır. Kısmi regresyon katsayısı, şu anlama gelmektedir: $\beta 1; x_2, x_3, \dots, x_n$ sabit tutulurken, x_1 'deki bir birimlik değişmeye karşılık y 'nin beklenen değeri olan $E(Y/X_2, X_3, \dots, X_n)$ 'deki değişmeyi ölçer (Gujarati, 2001: 191-95).

Finansal regülasyon değişkeninin endeks verilerden oluşması birçok ekonometrik analiz yönteminin kullanılmamasına neden olmuştur. Bu kısıt nedeniyle yatay kesit analizi yapılması uygun bulunmuştur. Yatay kesit analizlerinde karşılaşılan en önemli problem değişen varyans sorunudur. Bu nedenle tahmin edilen her denklem için değişen varyans sorunu olup olmadığı Breusch-Pagan / Cook-Weisberg testi uygulanarak araştırılmış ve modellerde değişen varyans problemi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Verilerin analizinde Stata (11.1) İstatistik/Veri analizi programı kullanılmıştır.

Çalışmada veriler üç farklı dönem için analiz edilmiştir. İlk olarak verilerin 2000-2009 yılları arasında aldıkları değerlerin ortalaması alınmış ve anılan dönem için bir genel değerlendirme yapılmıştır. Daha sonra 2006 ve 2008 yılları için iki ayrı analiz daha yapılmıştır. 2008 küresel krizi 2007 yılında ABD'de başlamış ancak takip eden yıllarda her ülkede farklı tarihlerde etkisini göstermiştir. Bu nedenle analizde 2006 yılı tüm ülkeler için kriz olmayan dönemi 2008 yılı ise tüm ülkeler için krizin etkilerini gösterdiği dönemi temsil etmektedir. Dönemsel olarak yapılan bu ayrıma ek olarak OECD tarafından yapılan gelir sınıflandırması esas alınarak her dönem için genel, yüksek gelir grubu ve üst orta gelir grubu ülkelerin ayrıştırıldığı 3 farklı analiz yapılmıştır.

Kişi başına düşen gelir ile finansal regülasyonlar arasında ilişki olup olmadığının araştırılması amacıyla eşitlik 4, 5 ve 6 ülkeler arası gelir farklılıkları gözetilerek ayrı ayrı tahmin edilmiştir.

$$GDP_{ort} = \beta 0 + \beta 1 GFCF_{ort} + \beta 2 LFSE_{ort} + \beta 3 CMR_{ort} + \beta 4 RL_{ort} \quad (4)$$

$$GDP_{2006} = \beta 0 + \beta 1 GFCF_{2006} + \beta 2 LFSE_{2006} + \beta 3 CMR_{2006} + \beta 4 RL_{2006} \quad (5)$$

$$GDP_{2008} = \beta 0 + \beta 1 GFCF_{2008} + \beta 2 LFSE_{2008} + \beta 3 CMR_{2008} + \beta 4 RL_{2008} \quad (6)$$

Tablo 1. Tüm Ülkeler İçin Değerlendirilen Dönem Ortalamalarına Göre Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
GDP				
GFCF	0,243434	0,046581	5,23	0,000
LFSE	0,043359	0,008287	5,23	0,000
CMR	-0,340993	0,191947	-1,78	0,084
RL	-0,218528	0,248120	-0,88	0,384

_cons	2,373086	1,412206	1,68	0,101
R² = 0,79				
Düzeltilmiş R² = 0,77				
Prob > F = 0,000				
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg Test			chi2(1) = 1,41	Prob>chi2 = 0,23

Tablo 1.de verilen değerlere göre yatırım ve beşeri sermaye ile kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur. Finansal regülasyonlar ile kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Regülasyon endeksinin küçülmesinin piyasaların daha regüle duruma geçmesi anlamına geldiği önceki bölümdeki tanımlamalarda belirtilmiştir. Bu tanımdan yola çıkarak analiz sonucunda elde edilen sermaye piyasası regülasyon katsayısının negatif olması, finansal piyasalar regüle edildikçe gelirdeki büyüme oranının arttığı anlamına gelmektedir. Bu ilişki %10 düzeyinde anlamlıdır. Hukukun üstünlüğü ile büyüme oranı arasında incelenen dönemde anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 2. Yüksek Gelir Grubundaki Ülkeler İçin Değerlendirilen Dönem Ortalamalarına Göre Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
GDP				
GFCF	0,241025	0,071911	3,35	0,002
LFSE	0,031071	0,010043	3,09	0,005
CMR	0,042989	0,315633	0,14	0,893
RL	-0,859080	0,426119	-2,02	0,050
_cons	0,562868	2,166740	0,26	0,797
R² = 0,77				
Düzeltilmiş R² = 0,73				
Prob > F = 0,000				
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test			chi2(1) = 0,85	Prob > chi2 = 0,35

Sadece yüksek gelir grubundaki OECD üyesi ülkelerin dönem ortalamalarının analiz sonuçlarına göre bu gruptaki ülkelerde hukukun üstünlüğü ile kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır. Bu sonuç yüksek gelir grubu ülkelerde yolsuzluğun azalması, mülkiyet haklarının temini, antlaşmalara sadık kalınması vb. konularda ilerleme kaydedilmesinin kişi başına düşen GSYİH büyüme oranını düşürdüğü anlamına gelmektedir. Modelde sermaye ve işgücünü temsil eden değişkenler ile gelir arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ancak dönem ortalamaları itibarıyla yüksek gelir grubuna dahil ülkelerde finansal regülasyonlar ile gelir arasında bir ilişki rastlanamamıştır.

Özlem Öztürk Çetenak

Tablo 3. Üst Orta Gelir Grubundaki Ülkeler İçin Değerlendirilen Dönem Ortalamalarına Göre Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
	GDP			
GFCF	0,247503	0,063060	3,92	0,008
LFSE	0,051424	0,017434	2,95	0,026
CMR	-0,691028	0,218707	-3,16	0,020
RL	-0,545369	0,368053	-1,48	0,189
_cons	4,463522	1,750103	2,55	0,043
R² = 0,91				
Düzeltilmiş R² = 0,85				
Prob > F = 0,002				
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test			chi2(1) = 0,01	Prob > chi2 =0,94

Burada karşılaşılan durum ise önceki iki analizden de farklıdır. Üst orta gelir grubundaki ülkelerde finansal regülasyon göstergesi ile kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır. Önceki bölümlerde finansal regülasyon göstergesinin yüksek değerler almasının piyasanın giderek deregüle olması anlamına geldiği açıklanmıştı. Buradan yola çıkarak üst orta gelir grubundaki ülkelerde finansal piyasalarda regülasyon arttıkça kişi başına düşen GSYİH'nın büyüme oranının da arttığı sonucuna ulaşılmaktadır. Analizde kullanılan diğer değişkenlerden sermaye ve işgücünü temsil eden değişkenler ile gelir arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.

Tablo 4. Tüm Ülkeler İçin Kriz Öncesi Dönemde Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
	GDP			
GFCF	0,161856	0,034079	4,75	0,000
LFSE	0,079758	0,013960	5,71	0,000
CMR	0,349730	0,306236	1,14	0,262
RL	-1,381	0,310585	-4,45	0,000
_cons	-2,730	2,553302	-1,07	0,293
R² = 0,77				
Düzeltilmiş R² = 0,74				
Prob > F = 0,000				
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test			chi2(1) = 1,33	Prob > chi2 =0,24

Kriz öncesi dönemde tüm ülkeler için kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı ile finansal piyasaların regülasyonu arasında anlamlı bir ilişki olmamasına rağmen diğer değişkenler ile arasındaki ilişkinin güçlü olduğu görülmüştür. Genel için gözlenen bu durum yüksek gelir grubuna dahil ülkeler için de geçerlidir. Yüksek gelir grubundaki ülkelerin 2006 yılı verilerinin analiz sonuçlarını gösteren Tablo 4. ile üst orta gelir grubundaki ülkelerin analiz sonuçlarını gösteren Tablo 5.'daki katsayıların ve anlamlılık derecelerinin oldukça yakın olduğu görülmektedir.

Tablo 5. Yüksek Gelir Grubundaki Ülkeler İçin Kriz Öncesi Dönemde Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
GDP				
GFCF	0,157179	0,036100	4,35	0,000
LFSE	0,081086	0,017543	4,62	0,000
CMR	0,471185	0,415800	1,13	0,268
RL	-1,273556	0,474036	-2,69	0,013
_cons	-4,078752	3,511887	-1,16	0,257
R² = 0,76				
Düzeltilmiş R² = 0,71				
Prob > F = 0,000				
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test			chi2(1) = 0,63	Prob > chi2 =0,42

Tablo 6. Üst Orta Gelir Grubundaki Ülkeler İçin Kriz Öncesi Dönemde Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
GDP				
GFCF	0,305000	0,241190	1,26	0,295
LFSE	0,082494	0,048058	1,72	0,185
CMR	0,296815	0,727604	0,41	0,711
RL	0,141788	2,036646	0,07	0,949
_cons	-3,581198	7,216785	-0,50	0,654
R² = 0,71				
Düzeltilmiş R² = 0,33				

Özlem Öztürk Çetenak

Prob > F = 0,339			
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test		chi2(1) = 2,31	Prob > chi2 =0,12

Üst orta gelir grubuna dahil ülkelerin kriz öncesi dönemi için yapılan analizde modelin anlamlılığını yitirdiği gözlemlenmiştir. Seçilen değişkenler anılan dönemde kişi başına düşen GSYİH büyüme oranındaki değişimleri açıklamakta yetersiz kalmıştır. Arjantin, Türkiye, Meksika, Kazakistan, Rusya, Çin gibi farklı ekonomik ve finansal yapılarla sahip ülkelerin bu grupta yer almasının bu sonucun ortaya çıkmasında etkili olduğu düşünülmektedir.

Tablo 7. Tüm Ülkeler İçin Kriz Sonrası Dönemde Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
	GDP			
GFCF	0,236905	0,028979	8,17	0,000
LFSE	0,065574	0,015768	4,16	0,000
CMR	-1,129373	0,264186	-4,27	0,000
RL	-0,539357	0,332494	-1,62	0,115
_cons	7,988947	2,149053	3,72	0,001
R² = 0,85				
Düzeltilmiş R² = 0,83				
Prob > F = 0,000				
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test			chi2(1) = 0,49	Prob > chi2 =0,48

Tablo 8. Yüksek Gelir Grubundaki Ülkeler İçin Kriz Sonrası Dönemde Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
	GDP			
GFCF	0,249687	0,039385	6,34	0,000
LFSE	0,068344	0,020427	3,35	0,003
CMR	-1,028352	0,329952	-3,12	0,005
RL	-,4570766	0,519057	-0,88	0,388
_cons	6,881538	2,699534	2,55	0,018
R² = 0,79				
Düzeltilmiş R² = 0,75				

Prob > F = 0,000			
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test	chi2(1) = 0,00	Prob > chi2 = 0,95	

Kriz sonrası dönemde tüm ülkeler için yapılan analizde yatırım, beşeri sermaye ve finansal regülasyon ile kişi başına düşen GSYİH büyüme oranı arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Finansal regülasyon göstergesinin işaretinin negatif olması piyasaların regülasyon dereceleri arttıkça gelirin de arttığı anlamına gelmektedir. Aynı sonuçlar Tablo 8.' de görüldüğü üzere yüksek gelir grubuna dahil ülkeler için de geçerlidir.

Tablo 9. Üst Orta Gelir Grubundaki Ülkeler İçin Kriz Sonrası Dönemde Gelir Büyüme Oranı ve Finansal Regülasyon İlişkisi

	Katsayı	Standart Hata	t	P>t
	GDP			
GFCF	0,209540	0,072733	2,88	0,063
LFSE	0,064381	0,044200	1,46	0,241
CMR	-1,722426	0,751557	-2,29	0,106
RL	-0,776040	1,121658	-0,69	0,539
_cons	13,171610	6,607314	1,99	0,140
R² = 0,89				
Düzeltilmiş R² = 0,74				
Prob > F = 0,084				
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test			chi2(1) = 0,13	Prob > chi2 =0,71

Üst orta gelir grubuna dahil ülkelerin kriz sonrası dönemi için yapılan analiz kriz öncesi döneme benzer şekilde anlamlı sonuçlar üretmemiştir. Bu sonuca ulaşılmasında kriz öncesi döneme benzer faktörlerin etkili olduğu düşünülmektedir.

SONUÇ

Ele alınan dönemin ortalamaları ile yapılan analiz sonuçlarına göre sadece üst orta gelir grubundaki ülkelerde finansal regülasyon ile gelir arasında anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Ancak hem tüm ülkeleri kapsayan analiz hem de yüksek gelir grubu için yapılan analizlerde regülasyon ve gelir arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanamamıştır. Kriz öncesi dönemde hiçbir grupta finansal regülasyon ve gelir arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bunun nedeni kriz öncesi dönemde üst gelir grubuna dahil birçok ülkenin finansal piyasalarının regüle olmaması aksine neredeyse tamamına yakınının serbest piyasa koşullarına bırakılmış olmasıdır. Üst orta gelir grubuna dahil ülkeler ise 2000’li yılların başında daha regüle finansal piyasalara sahipken bu dönemde piyasalarını deregüle etmeye yönelmişlerdir.

Kriz sonrası dönemde yüksek gelir grubundaki ülkeler için yapılan analizler finansal regülasyon ile gelir arasında anlamlı bir ilişki olduğuna işaret etmektedir. Bu dönem için hesaplanan $\beta = -1,028$ katsayısı bu ülkelerde finansal piyasalarda regülasyonun 1 birim artmasının/azalmasının gelirden 1,028 birimlik artışa/azalışa neden olacağı anlamına gelmektedir. Üst orta gelir grubuna dahil ülkeler için yapılan analizlerde kriz sonrası dönemde finansal regülasyon ile gelirdeki büyüme arasında bir ilişki görülmemesine rağmen 10 yıllık dönem ortalamasına bakıldığında yüksek düzeyde anlamlı bir ilişkinin varlığı dikkat çekmektedir. Bu sonucun ortaya çıkmasında anılan gruba dahil ülkeler arasında Türkiye, Arjantin, Meksika, Malezya gibi 1990’ların sonunda ve 2000’li yılların başlarında kriz deneyimleyen ve o dönemde finansal yapıları ile ilgili çeşitli düzenlemeler yapmış olan ülkelerin var olduğu görülmektedir. Bu ülkelerden Şili, Meksika, Peru ve Güney Afrika dışında kalan ülkelerin tamamında sermaye piyasaları regülasyon endeksi 2005 yılına kadar 7 ve altında değer almış, 2005 sonrasında ise giderek daha çok serbest piyasa görünümüne bürünmüştür. Bu nedenle anılan döneme ait verilerin ortalamasına bakıldığında, piyasalar analizde ele alınan kriz öncesi ve sonrası dönemlere göre daha fazla regüle edilmiş piyasalar olarak görünmektedir. Kamu müdahalesini açıklayan ya da karşı koyan teoriler ulusal düzeyde devletin ekonomiye müdahale etmesi ve/veya etmemesi zemininde tartışmalarını sürdürmüştür. Yaşanan son kriz deneyimi giderek daha küresel bir görünüm sergileyen günümüz dünyasında, özellikle finansal alanda uluslararası karar alma mekanizmalarının geliştirilmesi, mevcut kurumların yetkilerinin artırılması ve yaptırım gücü yüksek yeni kurumsal yapıların oluşturulması bir zorunluluk olarak görülmektedir. Bu bağlamda finansal regülasyon, ulusal ölçekte düzenlemeleri ifade eden bir kavramdan öte birbirine sıkı bir şekilde entegre olmuş finansal yapıardan oluşan küresel finansal sistemin tamamını kapsayacak düzenlemeleri ifade eden bir kavrama dönüşmüştür.

KAYNAKÇA

Aizenman, J. (2009), “*Financial Crisis And The Paradox Of Under- And Over-Regulation*”, Nbr Workin Paper Series, W.P. No: 15018, Erişim Tarihi: 28.02.2010 [Http://www.Nber.Org/Papers/W15018](http://www.nber.org/papers/W15018)

BDDK, 2010, Sorularla Basel-III

BIS, (1988), Basel Committee: Outcome Of The Consultative Process On Proposals For International Convergence Of Capital Measurement And Capital Standards [Http://www.Bis.Org/Publ/Bcbs04b.Pdf?Noframes=1](http://www.bis.org/publ/bcbs04b.pdf?noframes=1), (Erişim Tarihi 01.09.2010)

Brunnermeier M., Crocket A., Goodhart, C., Hellwig, M., Persaud, A. D., Shin, H., (2009), The Fundamental Principles Of Financial Regulation, Centre For Economic Policy Research

GAO (2009), *Financial Regulation- A Framework For Crafting And Assessing Proposals To Modernize The Outdated U.S. Financial Regulatory System*, Yayın No: Gao-09-216, Washington: United States Government Accountability Office.

Gowland David (1990), *The Regulation Of Financial Markets In The 1990’s*, Hants: Edward Elgar Publishing

Limited.

Güloğlu, B., Altunoğlu, A., E., “Finansal Serbestleşme Politikaları Ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya Ve Türkiye Krizleri”, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, s. 27.

[Http://Www.Bddk.Org.Tr/Websitesi/Turkce/Basel/8742sorularla_Basel_İii_29_11_2010_Pdf](http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/basel/8742sorularla_basel_ii_29_11_2010.pdf) (Erişim Tarihi: 16/03/2011)

<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pdf> (Erişim Tarihi: 05.09.2009)

[Http://Www.Worldbank.Org/İfa/İfaupdate1101.Pdf](http://www.worldbank.org/ifa/ifaupdate1101.pdf), Erişim Tarihi: 17.03.2010

IMF, (2001), Financial Organisation And Operations Of The Imf, 6th Edition, Pamphlet Series, International Monetary Fund, Washington D.C., No:45.

Kargı, N., Karayılmazlar, E, (2009), Küresel Problem, Küresel Çözüm: Tobin Vergisi, *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C.6, S.1, Ss:22-48.

London Summit, (2009), Duyuru, [Http://Www.G20.Org/İmages/Stories/Docs/Eng/London.Pdf](http://www.g20.org/images/stories/docs/eng/london.pdf) (Erişim Tarihi: 11.07.2010)

Önder, İ., (2009), Küresel Kriz Ve Türkiye Ekonomisi, Muhasebe Ve Finansman Dergisi, Sayı:42, Ss:12-25.

Pistor, Katharina, (2009), Reforming The Financial System: Beyond Standardization On Best Practice Models, Vox Eu, 2 February. Erişim Tarihi: 10.02.2010 [Http://Www.Voxeu.Org/Index.Php?Q=Node/2969](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2969)

Swann, Dennis 1989, “The Regulatory Scene, An Overview”, Kenneth Button And Dennis Swann (Ed.), The Age Of Regulatory Reform, Clarendon Press, Oxford.

Turhan, İbrahim, (2009), Active Academy 7. Uluslararası Finans Zirvesi Açılış Konuşması, [Http://Www.Tcmb.Gov.Tr/Yeni/İletisimgm/Turhan_Aa.Pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/turhan_aa.pdf), Erişim Tarihi: 13.08.2010

Wade, R. (2008), Financial Regime Change?, *New Left Review*, 53(September–October), Pp: 5–21.

Weiss, Martin A., (2008), The Global Financial Crisis: The Role Of The Imf, Crs Report For Congress, Congressional Research Services, 5p.

White, L.H. (2003), “Küresel Finansal Piyasalar Ve Uluslararası Para Fonu” (Çev. Ekrem Erdem), İçinde Kapitalizm Ve Küresel Refah: Kapitalizm Kendini Savunuyor (Ed.), Ian Vásquez, Liberte Yayınları, Ss. 243-259.

Williamson John, November 12, 1998, “Whither Financial Liberalization”, [Http://Www.İie.Com/Publications/Papers/Paper.Cfm?Researchıd=323](http://www.ife.com/publications/papers/paper.cfm?researchid=323), 09.11.2009

World Bank, (2001), International Financial Architectures, An Update On World Bank Group Activities, World Bank Staff, 22p.