

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME ETKİLEŞİMİNİN ARDL YÖNTEMİ İLE ANALİZİ*

Şerife ÖZŞAHİN**

ÖZET

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde 1980’li yıllar sonrasında uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik büyüme oranları üzerinde yol açtığı etki, 1989.Q1-2010.Q1 dönemi kapsamında çeyrek dönemlik veriler yardımıyla belirlenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla finansal liberalizasyonun *de facto* göstergeleri olarak tanımlanan üç farklı değişken kullanılarak finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme etkileşimi sınır testi ve ARDL yöntemiyle analiz edilmiştir. Finansal liberalizasyon politikalarının başarısının ülkenin finans sektörünün gelişmişliği, kurumsal kalite düzeyi, dışa açıklık ve eğitim seviyesi göre farklılaştığı dikkate alınarak bu değişkenlerin yer aldığı regresyonlar sonucu uzun ve kısa dönem katsayılar elde edilmiştir. Elde edilen analiz sonuçları finansal liberalizasyonun ve kurumsal kalite, eğitim düzeyi ve dışa açıklık değişkenlerinin incelenen zaman diliminde ekonomik büyüme oranları üzerinde pozitif yönlü etkileri olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Liberalizasyon, Ekonomik Büyüme, Sınır Testi ve ARDL Yöntemi.

Jel Kodları: F36, E44, F43.

* Bu çalışma, 09103025 nolu proje kapsamında Selçuk Üniversitesi BAP tarafından desteklenen ve Doç. Dr. Doğan Uysal danışmanlığında Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı’nda Kabul edilen “Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz” başlıklı doktora tezinin özetidir.

** Dr., Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

**ANALYSIS OF THE INTERACTION BETWEEN FINANCIAL
LIBERALIZATION AND ECONOMIC GROWTH IN TURKISH ECONOMY
WITH ARDL METHOD**

ABSTRACT

The financial liberalization hypothesis which owes its theoretical basis to McKinnon (1973) and Shaw(1973) with their studies independent from each other is basically built upon the argument of promoting savings with positive real interest rates and supporting the growth rates. It can be asserted that the financial liberalization policies, which McKinnon (1973) and Shaw (1973) suggested to be implemented on account of their positive effects, are also supported by several other developments. Waves of liberalization becoming more and more popular in developed and developing countries especially after the 1980s, developments taking place in information and communication sectors and technological innovations, facilitate the free capital movements and the increase in the financial instruments which can be used in financial transactions have made it possible for foreign investors to do risk diversification leading to the acceleration of financial liberalization movements.

When financial liberalization practices are handled in two different categories, which are internal and external, it can be clearly seen that internal financial liberalization predominantly covers such practices as allowing the determination of nominal interest rates under market conditions in the national finance system, reducing controls in the distribution of the credit and restrictions on entry into the financial system. In external financial liberalization which has a broader scope, however, the residents are allowed to perform activities in international financial markets as the foreigners are allowed to acquire assets in the national finance system and all restrictions in trading over the foreign currency are being removed. Basic gain expected to occur after these practices is the provision that the economic growth gains a stable structure by ensuring economic efficiency as a result of the expansion in the savings volume along with the utilization of resources in optimal investment projects.

Practices which facilitate the inclusion of foreign banks in the national finance system with the external financial liberalization will enable international financial standards and technology along with foreign finance institutions to enter the country and serve the economic development. Investors who find the opportunity to diversify their portfolios in the international markets and distribute their risks among various alternative investment instruments will be able to minimize their consumption and income fluctuations and develop a preventive mechanism for sudden depreciations that may occur in their total assets.

Projections of this hypothesis which states that developments in line with economic efficiency and stable growth shall take place in such conditions where the government does not interfere with the markets to determine the interest rates have been shaded by financial crisis experiences in the developing countries by the 1980s and has led to the perception of financial liberalization practices as the main cause of financial instability and crises in many countries. In this respect, the financial liberalization hypothesis has been heavily criticized by neo-structuralists and post-keynesians on such grounds that the increase in the interest rates would cause negative effects on savings, investments and the growth rates.

In their criticism of the financial liberalization hypothesis, neostructuralists have considered the transfer of resources from unorganized financial markets to the banking

sector as a development which impairs the loan supply since the official banking sector is subject to required reserves and, thus, underlined the fact that the positive effects expected from financial liberalization will not happen. Unorganized markets which function as intermediaries between the saver and the investor and perform activities outside the official banking sector were considered more flexible and competitive financial structure by Taylor (1983) as they are not obligated to furnish the required reserve deduction which the official banking sector is subject to. Another member of the structuralist group, Wijnbergen states that profitable investments with high capital return have a more important function in economy than time deposits have and developments in the banking sector will not produce such expanding effects financial deepening and economic growth as promoted by financial liberalization theorists.

The criticism of the financial liberalization hypothesis by post-keynesian view concentrated on the effective demand, a determinant of economic growth and the savings were accepted to be a function of income levels rather than the interest rates. Post-keynesians who state that the increase in savings would not imply any expansion in the volume of investment and growth focus on the fact that investments can also be financed through loans provided by the banking sector apart from individual savings and that the increase in the interest rate will reduce the effective demand by producing negative effects on the investment decision. In addition, the information asymmetries in the financial markets and the presence of the externalities and market failures are considered to be factors which may cause instability and fragility in the financial system.

Microeconomics-oriented criticisms of the financial liberalization hypothesis by Stiglitz and Weiss (1981) and Stiglitz (1994) highlight the fact that market intervention is inevitable to deal with such problems as information asymmetries and adverse selection faced in financial markets and it is stated that such interventions will reduce the cost of capital and bring with in the results which may enable efficiency in the resource allocation. While Stiglitz and Weiss (1981), with an attitude to support market intervention, consider the government a structure with disciplinary and objective qualities, Fry (1997) points out that intervention may produce positive results to deal with market failures while intervention to a market with no such problems will predominantly produce negative effects.

In this study, which analyzes the effect of the financial liberalization experience of Turkish economy on the economic growth using econometric methods, three different models were estimated in order to determine the direction of interaction. Variables such as institutional quality, credit to private sector, education level and trade openness which were used as control variables in each model were fixed and only the financial liberalization indicators were diversified; therefore it was sought to investigate the effect of financial liberalization on the economic growth rates. Studies on this subject in the literature put emphasis on *de facto* and *de jure* criteria in order to form financial liberalization indicators and stated the superior aspects of each one to another. This study used *de facto* variables and the quarterly data of which can be accessed and, by following the methodology in studies by Kraay (1998), Edison et al. (2002), Lane and Milesi-Ferretti (2006), variables such as financial capital flow, financial capital stock and financial capital inflow were created to represent financial liberalization.

The results of the econometric application for quarterly data in the period of 1989.Q1-2010.Q3 were presented in the part of econometric analysis. Accordingly, the ADF, PP and KPSS unit root tests were applied without regard to the presence of a possible

structural break in variables, and then the series were tested for stationary using Zivot-Andrews unit root test which takes structural breaks into account. Short- and long-term coefficient estimations were made using ARDL method (Auto-Regressive Distribution Lag) which enables applicability in series which exhibit different levels of stationary in order to determine the long term relationships between variables since the series have mixed stationary levels.

The results of the econometric analysis show that all of the three different indicators of financial liberalization produce positive effects on growth rates. Trade openness which is a criterion by which a country's level of integration with the world economy was determined to be a variable positively affecting the growth rate in all estimated models. In addition, the education level variable which was measured as the training period representing the human capital is in positive interaction with the growth rate in all models. The institutional quality variable which has been described in theoretical explanations as a significant catalyst by which financial liberalization will have a positive effect on growth has also an expansive effect on the growth rate. Taken together with Klein's (2007) finding that the positive effect of financial integration on growth will appear in countries where institutional quality is at a medium level, this positive interaction between institutional quality and growth can be interpreted as that the institutional quality represented by rule of law, bureaucratic quality and corruption criteria in Turkish economy has fallen below the level of developed countries.

Keywords: Financial Liberalization, Economic Growth, Bound Test and ARDL Method.

JEL Codes: F36, E44, F43.

1. Liberalizasyon Öncesi Bir Politika Aracı Olarak Finansal Baskı

Neo-klasik iktisadi kuramın bir uzantısı olan Tobin'in parasal büyüme modelinde para ve sermaye arasında tam ikame olduğu görüşünden hareketle sermayenin getirisi olan faiz oranlarındaki yükselişin, portföyleri paradan fiziki sermayeye kaydıracağı öngörülmektedir. Böylesi bir gelişmenin sermaye-emek oranını sermaye lehine değiştirmesi sonucunda ekonomik büyüme oranlarının yükselmesi de sağlanacaktır. Ayrıca keynesyen iktisadi düşüncede yatırım ve faiz oranları arasındaki ilişkinin negatif yönlü oluşu, düşük seviyede tutulan faiz oranlarının yatırımlarda genişlemeye yol açarak ekonomik büyümeyi destekleyeceği anlamına gelmektedir. Ekonomik büyüme oranının yükseltilmesi hedefini gerçekleştirmek ise paranın getirisi olan faiz oranının düşük seviyede tutulmasını sağlayan faiz oranı tavanı gibi finansal piyasaları baskı altında tutan bazı politika araçlarının uygulanmasını gerekli kılar.

Keynes(1936) ve Tobin(1965)'nin teorik altyapısını inşa ettiği finansal baskı olgusu, 1970'li yıllarda pek çok hükümet tarafından düşük faiz oranları ve enflasyonist parasal politikalarla gelir elde etme ve

yüksek büyüme oranının yakalanması amacıyla kullanılan bir politikadır(Eschenbach, 2004: 1). Hükümetlerin kaynak dağılımında kontrolü elinde bulundurmak ve kamu açıklarını düşük maliyetle finanse etmek için uyguladığı finansal baskı politikası(Collier ve Mayer, 1989: 6), pek çok gelişmekte olan ülkenin bütçe harcamalarını vergi gelirleriyle karşılayamaması durumunda enflasyon ve zorunlu karşılık oranı ile elde edilecek gelir düzeyini yükseltmek ve harcamalar için kaynak bulmak amacıyla başvurduğu bir uygulamadır(Auerbach ve Siddiki, 2004: 247; Brock, 1989: 114; Giovannini ve de Melo, 1993: 954-955; Fry, 1997: 754).

Düşük faiz oranları, banka kredilerinin belirli bazı sektörler verilmesi, kamu açıklarının mevduat bankalarının kısıt kredi kaynaklarından sağlanarak kredilerin etkisiz biçimde dağıtılması, ekonominin diğer finansman ihtiyaçlarının ise tefeci, faizci ve kooperatifler gibi zayıf kaynaklardan sağlanması gibi politika uygulamaları, McKinnon tarafından finansal baskı olarak isimlendirilmiştir(McKinnon, 1973: 68-69). Faiz kontrolleri ve doğrudan kredi tahsis uygulamalarıyla ulusal finans piyasalarında çarpıklığa yol açan(McKinnon, 1989: 29), fiyatların piyasa tarafından belirlenmesine mani olacak bu uygulamalar, “faiz kontrolleri ve sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar” şeklinde yurtiçi ve yurtdışına yönelik olmak üzere iki farklı alanda hayata geçirilmektedir(Giovannini ve de Melo, 1993: 954; Williamson ve Mahar, 2002: 7). Buna göre bir ekonomide devletin finansal kurumlardan bazılarının yapacağı işlemler için düzenlemeler yapıyor olması, bazı bankaların mülkiyetine sahip olması ve uluslararası sermaye giriş-çıkışlarına kısıtlamalar getirmesi gibi uygulamalardan söz edilebiliyorsa, bu ülkede baskıcı politikaların uygulandığı söylenebilir (Williamson ve Mahar, 2002: 15).

1970’li yıllarla birlikte finansal baskıyı haklı çıkarmayı amaçlayan neo-klasik öngörüler, sermayenin getirisi olan faiz oranlarındaki artışın reel para stokunda tutulmak istenen para miktarını artıracak düşüncesiyle tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu iddia eden McKinnon(1973) tarafından eleştiriye maruz kalmıştır. Benzer doğrultuda Shaw(1973) da pozitif faiz oranlarının tasarrufların bankacılık kesimine çekilmesini teşvik edeceğini belirterek finansal sisteme aktarılan kaynakların kredi arzında genişleyici etki yaratacağından ve çıktı hacmini yükselteceğinden bahsetmiştir. Bu

çalışmalarda ortak olarak finansal baskı uygulamalarının tasarrufların nicelik ve niteliğinde düşüş yaratan ve ekonomik büyüme oranlarını olumsuz yönde etkileyen sonuçlar verdiği gerekçesiyle terk edilmesi ve finansal liberalizasyon uygulamalarına geçiş yapılması gereğinin altı çizilmiştir.

2. Finansal Liberalizasyon Hipotezi: McKinnon-Shaw Yaklaşımı

1970'li yıllara dek finans sisteminde uygulanan baskıcı politikaları haklı göstermeye yönelik gerekçeler, bu uygulamaların yüksek getirili yatırımları dışlayacağı, sermaye yoğun projeler için öncelik yaratacağı, etkin olmaktan uzak bir kaynak dağılımına yol açacağı ve tasarrufları hem miktar hem de nitelik olarak azaltarak bu politikaları uygulayan ülkelerde ekonomik büyüme oranının düşmesine sebebiyet vereceği düşüncesiyle giderek anlamsızlaşmıştır(Denizer vd., 1988: 3; Mavrotas, 2005: 31; McKinnon, 1991: 11; Roubini ve Salai-Martin, 1991: 11; Swaan, 1999: 166-167). Finansal baskı uygulamalarının ekonomik büyüme oranları üzerinde beklenenin aksi yönde sonuçlar vereceği yönündeki açıklamalarla finansal liberalizasyon, gelişmekte olan ülkelerde 1980'li yıllarla beraber uygulanan istikrar programlarında kendine yer edinen bir politika önerisi olmuştur(Williamson ve Mahar, 2002: 10).

Teorik altyapısını birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarıyla McKinnon(1973) ve Shaw(1973)'a borçlu olan finansal liberalizasyon hipotezi temel olarak, pozitif reel faiz oranları aracılığıyla tasarrufların teşvik edilmesi ve büyüme oranlarına destek sağlanması argümanı üzerine inşa edilmiştir(McKinnon, 1973: 71-77; Shaw, 1973: 81-87). Bu çalışmalarda olumlu etkilerinden dolayı uygulanması tavsiye edilen finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirilmesini destekleyen bazı gelişmeler de yaşanmıştır. Özellikle 1980'li yıllarla birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaygınlaşan liberalleşme dalgaları, bilgi ve iletişim sektörlerinde görülen gelişmeler ve teknolojik yenilikler, sermayenin serbestçe hareket etmesine imkân tanımış ve finansal işlemlerde kullanılacak finansal enstrümanların sayısındaki artış da yabancı yatırımcılara risk çeşitlendirmesi yapma fırsatı sunarak finansal liberalleşme hareketlerinin ivme kazanmasına yardımcı olmuştur(Eichengreen ve Mussa, 1998: 16-17).

Finansal liberalizasyon, yurtiçi ve yurtdışı finansal kurumların faaliyetleri üzerindeki kısıtlamalar kadar yabancı finansal kurumlar ve yabancı kişilerin yurtiçi finansal sistemde faaliyet gösterebilme özgürlüklerinin artırılması şeklinde uygulamada yer bulan politikaları içermektedir. Finansal liberalizasyon ayrıca denetimde ve finansal kurumların yapacağı işlemlerde ortak uluslararası standart uygulamalarını da gerekli kılmaktadır (Auerbach ve Siddiki, 2004: 247). Buradan hareketle finansal liberalizasyon uygulamalarının iç ve dış finansal liberalizasyon olmak üzere iki temel boyutta kategorize edildiği açıkça görülmektedir. İç finansal liberalizasyon boyutu daha çok ulusal finans sisteminde nominal faiz oranlarının piyasa koşullarında belirlenmesine izin verilmesi gibi fiyat kısıtlamalarının, kredi dağıtımına ilişkin miktar kontrollerinin ve finansal sisteme girişin önündeki engellerin kaldırılması ve/veya azaltılması uygulamalarını kapsamaktadır (Ghosh, 2005: 2). Daha geniş kapsamlı olan dış finansal liberalizasyonda ise yabancıların ulusal finans sisteminde varlık edinimi kadar yerleşiklerin uluslararası finans piyasalarında faaliyette bulunmalarına müsaade edilmekte ve döviz üzerinden ticaret yapmanın önündeki tüm engeller kaldırılmaktadır (Ghosh, 2005: 3; Ishii vd., 2002: 6-7). Bu uygulamalar ile elde edilmesi beklenen temel kazanımlar, tasarruf hacmindeki genişlemeyle beraber kaynakların en optimal yatırım projelerinde değerlendirilmesi sonucu ekonomik etkinliğin sağlanarak ekonomik büyümenin istikrarlı bir yapıya kavuşmasını temin etmektir (Balkan ve Yeldan, 2002: 39; Eichengreen, 1999).

Dış finansal liberalizasyonla birlikte yabancı finans kurumlarının ulusal finans sistemine dahil olmaları, uluslararası finansal standartların ve teknolojinin de ev sahibi ülkeye girişini sağlayacaktır. Uluslararası piyasalarda portföylerini çeşitlendirme ve çeşitli yatırım araçları arasında risk dağıtımını yapma imkanı yakalayan yatırımcıların tüketim ve gelir dalgalanmalarını asgari düzeye indirgeyebilmeleri ve toplam varlıklarında meydana gelebilecek ani değer kayıplarına karşı bir önlem mekanizması geliştirebilmeleri de finansal liberalizasyonla birlikte elde edilecek diğer kazanımlardır (Mavrotas, 2005: 34; Obstfeld, 1993: 1).

İşlevini daha iyi yerine getiren bir finansal sistemin ekonomik büyümeye destek vereceği yönünde ortak fikir belirten McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un bazı noktalarda birbirinden ayrıldıkları da

görülmektedir. McKinnon(1973), Tobin'in modelini takip etmesine rağmen ondan farklı olarak tüm firmaların iç finansmana güvendiği nakit ve banka rezervi şeklindeki para türü olan parasal taban modelini dikkate almaktadır(Fry, 1995: 27). Fiziki sermaye miktarı, firmaların yatırım projelerini finanse etmek için parasal varlık biçimindeki tasarruflar tarafından belirlenmekte ve tasarrufların birbirinden bağımsız olması nedeniyle oldukça dağınık bir yapıdadır(McKinnon, 1973:57-58). McKinnon, parayı sermayenin biçimlenmesine aracılık eden bir kanal olarak görmüş ve modelini para ve sermayenin tamamlayıcı varlıklar olarak benimsendiği fikir üzerine inşa etmiştir(McKinnon, 1973: 57-61).

Gurley ve Shaw(1955)'un ilk kez temas ettiği borç-aracılık görüşü temelinde modelini inşa eden Shaw(1973) ise finansal aracılardan kaynak dağılımını iyileştirme rolü üzerinde durarak bunun ülkeler arası kişi başı gelir düzeyindeki farklılığın temel belirleyicisi olduğuna dikkat çekmektedir. Paranın bankacılık sektörü aracılığıyla tasarruflardan yatırımcıya aktarılacak kaynak olduğu belirtilerek finansal aracılardan tasarruf sahibinin getirisini yükselttiği, yatırım maliyetini düşürdüğü, risk çeşitlendirmesine imkan tanıdığı, etkinlik artışına yardımcı olduğu ve uzmanlaşma sonucu bilgi maliyetlerini düşürdüğü vurgulanmıştır(Fry, 1995: 28). Shaw ayrıca banka mevduatı biçiminde tutulan para olarak tanımlanan içsel para modelini önermektedir(Shaw, 1973: 58). Shaw(1973) yüksek faiz oranlarının tasarruf hacmini artırmak için gerekli olduğunu belirterek tasarrufların finansal araçlar vasıtasıyla bankacılık sektörüne çekilmesinin kredi arzını genişleteceğini ve daha çok yatırımın finanse edilmesi sonucunda çıktı hacminin artacağını belirtmektedir(Ang ve McKibbin, 2005: 8-9).

3. Finansal Liberalizasyon Yaklaşımına Yönelik Eleştiriler

1980'li yılların ortalarında başlayan finansal bütünleşme dalgası, sermayenin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler arasında hiçbir kısıtlama olmaksızın hareket etmesine imkan tanımıştır. Bu şekilde özgür hareket imkânı bulan sermaye, giriş yaptığı bazı gelişmekte olan ülkelerde yüksek büyüme rakamlarıyla ilişkilendirilmiş olmasına rağmen diğer kısmında ise büyüme oranlarında hızlı düşüş ve finansal krizlere sebebiyet vermesi nedeniyle ciddi sosyal ve ekonomik maliyetlerin sorumlusu olarak etiketlenmiştir(Prasad vd., 2007: 458).

Yaşanan bu gelişmeler neticesinde bazı iktisatçılar çözüm önerisi olarak kriz ve yaratacağı yayılma etkisi nedeniyle ülke ekonomilerinin uluslararası finansal sistemden izole edilmesini veya liberalizasyon sürecinin askıya alınması önerirken bir diğer kısım ise bu sorunlarla mücadele edebilmek için devlet müdahalelerinin faydalı olabileceğini belirtmiştir. Finansal bütünleşmeye daha ihtiyatlı yaklaşan ve sermaye hareketliliğine yönelik sınır getirilmesini öneren iktisatçılar, uluslararası finansal piyasaların spekülâtif ataklar, asimetrik bilgi, ahlaki çöküntü, sürü davranışı ve krizleri yayma gibi sorunlar nedeniyle etkin olmaktan uzak bir işleyiş göstereceğini ve ekonomik dalgalanmaları şiddetlendireceğini belirtmektedirler (Schmukler, 2008: 65; Stiglitz, 2000: 1079). Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomide istikrarsızlık yaratıcı özelliğine vurgu yapan Stiglitz(2000), ülkeye giriş yapan sermayenin kısa vadede ülkeyi terk etmesi halinde yaratacağı olumsuzlukları bertaraf etmek amacıyla devlet kontrolünün önemine dikkat çekmektedir(Stiglitz, 2000: 1081).

Devletin faiz oranlarını belirlemek için piyasaya müdahalede bulunmadığı koşullarda ekonomik etkinlik ve istikrarlı büyüme hedefleri doğrultusunda gelişmeler yaşanacağını belirten finansal liberalizasyon hipotezinin öngörülleri, 1980'li yıllarla birlikte gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları bazı finansal kriz tecrübeleriyle gölgelenmiş ve finansal liberalizasyon uygulamaları çoğu ülkede finansal istikrarsızlık ve krizlerin temel sebebi olarak algılanmıştır. Bu nedenlerle faiz oranlarındaki yükselişin tasarruf, yatırım hacmi ve büyüme oranları üzerinde negatif etkiler yaratacağı gerekçesiyle finansal liberalizasyon hipotezi neo-yapısalcılar ve post-keynesyenler tarafından yoğun şekilde eleştirilmiştir. Finansal liberalizasyonun mikro ekonomik düzeyde yol açtığı başarısızlıklara yönelik en sistematik açıklamalar ise Stiglitz ve Weiss tarafından yapılmıştır(Arestis ve Caner, 2004: 6).

Neo-yapısalcılar finansal liberalizasyon hipotezine yönelttikleri eleştirilerde, kaynakların organize olmamış finansal piyasalardan bankacılık kesimine aktarılmasını, resmi bankacılık sektörünün zorunlu karşılıklara tabi olması nedeniyle kredi arzını azaltan bir gelişme olarak görmüşler ve finansal liberalizasyondan beklenen pozitif etkilerin ortaya çıkmayacağını altını çizmişlerdir(Cho, 1990: 478). Tasarruf sahibi ve yatırımcı arasında aracı işlevi gören ve resmi bankacılık sektörü dışında

faaliyette bulunan organize olmayan piyasalar, resmi bankacılık sektörünün tabi olduğu zorunlu karşılık kesintisi ayırmak zorunda olmadıkları için Taylor(1983) tarafından daha “esnek ve rekabetçi” finansal yapılar olarak görülmüşlerdir(Fry, 1989: 18). Bir diğer yapısalcı görüş mensubu van Wijnbergen ise sermayeye dönüşümü yüksek verimli yatırımların ekonomide vadeli mevduatlardan daha önemli bir işlevi olduğunu belirterek finansal liberalizasyon teorisyenlerince bankacılık kesimindeki gelişmenin finansal derinleşme ve ekonomik büyüme üzerinde iddia edilen genişleyici etkilerinin ortaya çıkmayacağını belirtmektedir.

Post-keynesyen görüş tarafından finansal liberalizasyon hipotezine yöneltilen eleştirilerde ise ekonomik büyümenin belirleyicilerinden biri olan efektif talep üzerinde durulmuş ve tasarrufların faiz oranından ziyade gelir düzeyinin bir fonksiyonu olduğu kabul edilmiştir(Dutt, 1991; Studart, 1993: 294). Tasarruflardaki artışın yatırım ve büyüme hacminde genişleme anlamı taşımayacağını belirten post-keynesyenler, yatırımların bireysel tasarruflar dışında bankalar tarafından sağlanan krediler ile de finanse edilebileceği ve faiz oranlarındaki artışın yatırım kararı üzerinde olumsuz etkiler yaratarak efektif talebi düşüreceğinden bahsetmektedirler(Gibson ve Tsakalotos, 1994: 606). Ayrıca finansal piyasalarda bilgi asimetrisinin, dışsallıkların ve piyasa başarısızlıklarının varlığı, finansal sistemde istikrarsızlık ve kırılganlığa yol açacak unsurlar olarak görülmektedir(Auerbach ve Siddiki, 2004: 250).

Finansal liberalizasyon hipotezine Stiglitz ve Weiss(1981) ile Stiglitz(1994) tarafından yöneltilen mikro ekonomi eksenli eleştirilerde ise finansal piyasalarda karşılaşılan bilgi asimetrisi ve tersine seçim gibi sorunlarla baş edebilmek için piyasaya müdahalenin şart olduğunun altı çizilmekte ve bu müdahalelerin sermaye maliyetini düşürerek kaynak dağılımında etkinliği sağlayacak sonuçları beraberinde getireceği belirtilmektedir(Stiglitz, 1989: 59; Stiglitz, 1994: 20, 39-42).

4. Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisini Konu Edinen Literatür Çalışmaları

Finansal liberalizasyon hipotezinin teorik altyapısını şekillendiren McKinnon(1973) ve Shaw(1973), finansal baskı olarak nitelendirdikleri faiz oranları ve fiyat oluşumuna yönelik müdahaleci uygulamaların ekonomik yapı içinde finans kesiminin nisbi büyüklüğünü azaltıcı ve ekonomik büyüme oranlarını düşürücü olumsuz etkilerinden bahsetmişlerdir. Bu teori temel olarak finansal baskı sonucu düşük seviyelerde tutulan faiz oranlarının hanehalkı ve firmaları tüketime yönlendireceği ve tasarrufları caydırarak ekonomide daralmaya yol açacağı fikri üzerine inşa edilmiştir. Ayrıca kredi faiz oranlarına yönelik kısıtlayıcı uygulamalar, yüksek faiz oranlarında kazançlı olmayan bazı yatırım projelerini kazançlı kılmasından dolayı yatırımların etkinliği üzerinde de olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Ekonomide baskı yaratan bu tür uygulamaların ortadan kaldırılması ülkede hem etkinlik artışı hem de tasarruf hacmindeki yükseliş sonucu toplam çıktı hacmini destekleyecek unsurlar olarak görülmektedir.

Finansal liberalizasyonun menkul kıymetler borsası ve sermaye işlemleri hesabının liberalizasyonundan oluşan iki boyutlu bir yapıya sahip olduğu düşünüldüğünde finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran bazı uygulamalı çalışmaların bu iki bileşenden yalnızca birine yoğunlaşarak büyüme ile etkileşimini incelediği görülmektedir(Arestis ve Caner, 2005: 95). Bu çalışma kapsamında yalnızca sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonu ve ekonomik büyüme etkileşimini konu edinen uygulamalı çalışmalara ve bulgularına yer verilecektir[†].

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun büyüme üzerindeki etkisi bağlamında inceleyen çalışmaların bulguları oldukça çeşitlilik sergilemektedir. Alesina vd.(1994), 1950-1989 döneminde 20 OECD ülkesinde uygulanan sermaye kontrollerinin büyüme oranlarını düşürdüğüne yönelik hipotezin geçerli olmadığını belirterek kontrollerin büyüme oranları üzerinde bir etkisi olmadığını tespit etmişlerdir. Gelişmiş ve gelişmekte olan 61 ülkeyi kapsayan ve bu konuda yapılmış

[†] Daha kapsamlı bir literatür taraması için Bkz. Özşahin(2011).

ilk panel veri çalışmalarından biri olan Grilli ve Milesi-Ferretti(1995), uygulanan sermaye kontrollerini ölçen göstergeler ile büyüme oranı arasında bir etkileşimin olduğuna dair güçlü bir bulguya rastlamamışlardır. Benzer bir bulgu Dornbush ve Reynoso(1989) tarafından da tespit edilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan yaklaşık 100 ülkeyi 1975-1989 döneminde analiz eden Rodrik(1998) de finansal açıklık ve büyüme arasında herhangi bir bağ olmadığını belirlemiştir. 1960-1989 döneminde 112 ülke üzerinden yaptığı analizde McKenzie(2001), cari işlemler hesabına yönelik kısıtlamaların büyüme üzerinde negatif etkisi olduğunu belirtmekle birlikte diğer kısıtlama ölçütlerinin büyüme ile ilişkisine yönelik herhangi bir çıkarım yapmanın yanlış olacağını ifade eder. Quinn(1997) ise sermaye kontrollerinin yoğunluğunu bir gösterge olarak kullandığı çalışmasında tüm bu bulgulara tezat şekilde sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonun büyümeyi desteklediğini belirterek pozitif etkileşime değinen ilk isimler arasında yer almaktadır.

Sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğunu belirten bir diğer çalışmada Edwards(2001), finansal liberalizasyon ile büyüme arasındaki pozitif yönlü ilişkinin yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerde ortaya çıkacağını ve pozitif yönlü ilişkinin ancak belirli bir ekonomik gelişmişlik seviyesine sahip ülkelerde geçerli olduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla düşük gelir düzeyli ülkelerde finansal liberalizasyon ve büyüme arasındaki olumlu etkileşimden bahsetmek mümkün olmamaktadır. 1975-1995 sürecinde 40 gelişmekte olan ülkede dinamik panel tekniğiyle sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki etkisini inceleyen Bailliu(2000) da bankacılık sektörünün geliştiği ülkelerde sermaye girişlerinin büyüme üzerinde pozitif yönlü bir etkisi olmasına rağmen, bankacılık kesiminin zayıf olduğu ülkelerde büyüme oranlarının sermaye girişlerinden olumsuz yönde etkilendiğine değinmiştir.

Finansal liberalizasyon sürecinin düşük ve yüksek gelirli ülkelerde farklı sonuçlar yaratmasını kurumsal ve finansal gelişmişlik düzeylerinin farklılığından kaynaklanabileceği Kraay(1998) tarafından araştırılmıştır. Bu konuda yapılan ilk çalışmalardan biri olan ve 117 ülke için 1985-1997 dönemini analiz eden Kraay(1998), sermaye hareketleri liberalizasyonunun ekonomide yaratacağı etkilerin çeşitli bazı ekonomik önkoşullara bağlı olduğunu gösteren güçlü bir bulgu saptayamamıştır.

Konuyla ilgili olarak Rodrik(1999) ise finansal dışı açılmanın uygun bir makroekonomik yapı ve düzenlemeler sağlanmadan tehlikeli sonuçları beraberinde getireceğine yönelik uyarılarda bulunmaktadır.

57 ülkede 1980-2000 dönemi için finansal bütünleşmenin kendi başına büyüme üzerindeki etkisini araştıran Edison vd.(2002), finansal bütünleşmenin okullaşma oranı, bankacılık sektöründeki gelişmeler ve kurumsal kalite gibi değişkenlerle pozitif yönde ilişkili olduğunu ve bu değişkenler olmadan finansal bütünleşmenin büyüme üzerinde tek başına olumlu bir etki yaratamayacağını tespit etmiştir. Arteta vd.(2003), sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonun etkilerinin finansal derinleşme ve kurumsal kalitenin göstergelerinden biri olan hukuka duyulan güven kriterine göre farklılaştığına dair çok güçlü bir kanıtı ulaşılamamıştır. Eichengreen ve Leblang(2003), 21 ülke için yaptığı analiz sonucunda sermaye hesabı liberalizasyonunun ne büyük bir sorun ne de her ekonomik sorunun çözümünü içeren bir yöntem olmadığını, finansal istikrarın hakim olduğu bir ekonomide zararlı etkilerden ziyade büyüme üzerinde olumlu sonuçlarının ortaya çıkacağını belirten açıklamalarda bulunmuşlardır. Vanessche(2004) ise 1980-1997 sürecinde 65 ülke için yaptığı incelemede uluslararası finansal bütünleşmenin gelişmiş ülkelerde olduğu kadar gelişmekte olan ülkelere de yurtiçi finansal gelişmişliği destekleyeceğine yönelik bulgulara ulaşmıştır. Ayrıca 45 ülke için yapılan bu analiz sonucunda finansal bütünleşmenin sanayi sektörü reel katma değer artışı üzerinde birinci dereceden pozitif yönde etkili bir değişken olduğu saptanmıştır.

Klein ve Olivei(2005), 2008 yılında gözden geçirerek yeniden yayınladıkları çalışmalarında sermaye işlemleri hesabı ile finansal liberalizasyona geçiş yapan ülkelere finansal derinleşme ve ekonomik büyümenin nasıl bir seyir izlediğini 1986-1995 ve 1976-1995 dönemi için 21 OECD üyesi ve 23'ü Latin Amerika ülkesi olan toplamda 66 OECD üyesi olmayan ülkeler için regresyon analizi yaparak belirlemeye çalışmışlardır. Bu analiz sonucunda sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun yirmi yılı aşkın sürede finansal derinleşme aracılığıyla büyümeye katkı sağladığına yönelik hipotezin yalnızca sanayileşmiş ülkelerde desteklendiği, OECD üyesi olmayan ülkelere ise bunun geçerliliğini doğrulayan çok az kanıtın bulunduğu tespit edilmiştir. Ayrıca bu çalışma gelişmekte olan ülkelerin uygun makroekonomik

politikalar ve gerekli kurumların tesis edilmesinin ardından dışa açılacaklarını belirten görüşlerle de örtüşmektedir. Klein(2007), orta gelir düzeyine sahip ülkelerde finansal açıklığın büyüme oranları üzerinde en büyük etkiyi yaratacağını ancak zengin ve fakir ülkelerde bu pozitif etkiden bahsetmenin mümkün olmadığını belirtmiştir. Klein(2007)'in ulaştığı bu sonuç finansal açıklık ve kişi başı gelir düzeyi ile büyüme arasındaki ilişkinin ters-U biçiminde bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerinden oluşan toplamda 94 ülkeyi 1950-2004 sürecinde zaman serisi ve yatay kesit yöntemleriyle analize tabi tutan Quinn ve Toyoda(2008) ise bu analizler sonucu sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonun her iki ülke grubunda da büyümeyi pozitif yönde etkilediğini belirten çalışmalarla aynı sonuçlara ulaşmışlardır.

Bu aşamaya kadar Türkiye gibi bazı gelişmekte olan ülkelere finansal bütünleşme ve ekonomik büyüme etkileşimini konu edinen çalışmalar ve bulgularına yer verilmiştir. Yalnızca Türkiye ekonomisi için finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme oranları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara baktığımızda ise bu çalışmaların büyük çoğunluğunun teorik bazda kaldığı ve herhangi bir ekonometrik yöntemle bu etkileşimin varlığını ve yönünü analiz eden sınırlı sayıda çalışmanın olduğu görülmektedir. Bu çalışmalardan biri olan Özatay ve Sak(2002), 1977-1999 dönemi çeyrek dönemlik verileriyle Türkiye ekonomisinin yirmi yıllık liberalizasyon sürecini değerlendirmiş ve bu süreçte toplam varlık ve mevduatlar ile bankacılık sektöründe derinleşme sağlanmasına rağmen kredi stokunda buna paralel bir gelişmenin ortaya çıkmadığını belirlemişlerdir. Özellikle 1990-1999 döneminde risk düzeyindeki artışla birlikte faiz oranları, döviz kuru ve büyüme oranlarındaki dalgalanmanın da arttığı gözlenmiş ve risk düzeyinin artış gösterdiği böylesi bir ekonomik ortamda bankaların kredi arzının ve büyüme oranlarının da olumsuz yönde etkilendiği anlaşılmıştır.

Odekon(2002) ise 1986 yılının ardından 10 yıllık süreçte 500 en büyük firmanın değerlerini kullanarak yaptığı analiz sonucunda finansal liberalizasyonun ardından kaynakların üretken fiziki sermaye yatırımlarından ziyade spekülasyon alanlarında kullanıldığı tespit etmiş ve finansal liberalizasyonun spekülasyon etkisinin kaynak etkisine daha baskın olduğu yorumunu yapmıştır. 1980-2003 dönemi için yaptığı

Granger nedensellik analizi sonucunda Onur(2005), finansal liberalizasyonu takip eden iki yılda GSMH'nin finansal kalkınma ve finansal liberalizasyona yol açtığı bulgusuna ulaşırken GSMH'nin dış açıklık üzerindeki etkisinin ancak 3 dönem sonrasında ortaya çıktığını belirlemiştir.

Uçak(2006), GSYİH değişimi ile finansal serbestleşme sonrası artış gösteren sıcak para akımı arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığına değinmiş ve yaptığı Granger nedensellik analizi sonucu sıcak para girişlerinin ekonomik büyümenin nedeni olduğu sonucuna ulaşmıştır. 1990-2006 dönemine ait üçer aylık verilerle ticari ve finansal açıklığın büyüme ile ilişkisini araştıran Yapraklı(2007), kullandığı eş bütünlüşme, Granger nedensellik ve vektör hata düzeltme modeli sonucunda ticari açıklık ile büyüme oranı arasındaki ilişki pozitif işaretli olmasına rağmen finansal açıklığın büyüme ile etkileşiminin negatif yönlü olduğunu tespit etmiştir. Granger nedensellik analizi sonuçları ticari açıklık ve finansal açıklık ile ekonomik büyüme oranları arasında çift yönlü nedensel ilişki olduğuna işaret ederken ayrıca ticari açıklığın finansal açıklığa yol açtığını da göstermektedir.

Finansal liberalizasyon sürecinde yurtiçi değişkenler arası ilişkilerin değişim gösterip göstermediğini Türkiye ve Hindistan'ın finansal liberalizasyon dereceleri üzerinden 1980.1-2003.9 aylık verileriyle mukayese eden Tokat(2007), liberalizasyonun ardından Türkiye'de yurtiçi ve yurtdışı değişkenler arası ilişkilerin daha güçlü olduğunu belirterek her iki ülkenin makroekonomik parametreleri üzerinde dış faktörlerin artan bir şekilde etkili olduğunu vurgulamıştır. Altıntaş ve Ayriçay(2009), 1987-2007 dönemine ait üçer aylık veriler yardımıyla ARDL sınır testi yöntemini kullanarak yapmış oldukları analiz sonucunda reel büyüme oranı, finansal gelişmişlik, dış açıklık ve reel faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığına yönelik bir bulgu saptamışlardır.

Finansal liberalizasyon ve finansal gelişmişlik üzerine analiz yapan Ağır(2010), üçer aylık verilerden edindiği bulgulara dayanarak pozitif reel faiz oranı politikasının finansal gelişmeye doğrudan ve pozitif yönde bir katkı sağlamadığını belirlemiştir. Sermaye işlemleri hesabı liberalizasyonunun finansal gelişmişliğe uzun dönemdeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken bu etkileşim kısa dönemde tersine

dönmektedir. Dolayısıyla sermaye hesabı liberalizasyonunun ardından finansal piyasalardaki gelişmenin yönü tam olarak belirlenemeyecektir.

5. Ekonometrik Metodoloji: Sınır Testi ve ARDL Yöntemi

Değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin varlığını sınamak amacıyla geliştirilen Engle ve Granger(1987) yöntemi ve Johansen ve Juselius(1990) eşbütünleşme testi, kullanılacak tüm serilerin aynı düzeyde durağan olması koşuluyla kullanılabilen ve serilerin farklı durağanlık seviyelerinde olmaları halinde ise geçersiz kalmaktadırlar. Bu durumda Pesaran vd.(2001) tarafından geliştirilen sınır testi ve ARDL yaklaşımı en uygun yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Pesaran vd.(2001) tarafından önerilen sınır testi, iki aşamadan oluşmaktadır. Bu aşamalardan ilkinde, modelde yer alan değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin varlığı araştırılmakta ve ardından uzun dönem denkleminde elde edilen hata terimleriyle Pesaran ve Shin(1999) tarafından geliştirilen ARDL yöntemiyle değişkenler arası kısa dönem denklemini veren hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla bu çalışmada tahmin edilecek regresyon denklemi Eşitlik 1’de tanımlanmıştır.

$$Büyüme_t = \beta_0 + \beta_1 FinLib_t + \beta_2 Kredi_t + \beta_3 KK_t + \beta_4 Enf_t + \beta_5 TicAçıklık_t + \beta_6 Eğitim_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Değişkenler arası etkileşimin yönüne dair herhangi bir ön bilgi olmaması halinde Pesaran vd.(2001) tarafından geliştirilen sınır testi, her bir değişkeni bağımlı değişken kabul ederek sınırlandırılmamış bir hata düzeltme modeli tahmin etmektedir. Ekonomik büyüme oranının bağımlı değişken olarak kabul edildiği bu çalışmada, tahmin edilecek sınırlandırılmamış koşullu hata düzeltme modeli(unrestricted conditional error-correction model) Eşitlik 2’de gösterilmiştir.

$$\begin{aligned} \Delta Büyüme_t = & c_0 + c_1 t + \delta_1 Büyüme_{t-1} + \delta_2 FL_{t-1} + \delta_3 Kredi_{t-1} + \delta_4 KK_{t-1} + \delta_5 Enf_{t-1} \\ & + \delta_6 TA_{t-1} + \delta_7 Eğitim_{t-1} + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta Büyüme_{t-i} + \sum_{i=0}^p \omega_i \Delta FL_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_i \Delta Kredi_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^p \gamma_i \Delta KK_{t-i} + \sum_{i=0}^p \theta_i \Delta Enf_{t-i} + \sum_{i=0}^p \eta_i \Delta TA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \zeta_i \Delta Eğitim_{t-i} + u_t \end{aligned} \quad (2)$$

Eşitlik 2’de yer alan c_0 sabit terimi; Δ değişkenlerin birinci farklarını; $\delta_1, \delta_2, \delta_3, \delta_4, \delta_5, \delta_6$ ve δ_7 ise değişkenlere ait uzun dönem katsayılarını simgelemektedir. Sınır testinin ilk aşamasında Eşitlik 2, sıradan en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir. Bu eşitliğin tahmininde ihtiyaç duyulan p gecikme değeri ise Akaike(AIC) veya Schwarz(SBC) bilgi kriterleri tarafından önerilecek değerler arasından seçilecektir ve gecikme değerleriyle tahmin edilen modellerin hata terimlerinde ardışık bağımlılığın olmaması büyük önem taşımaktadır(Pesaran ve Shin, 1999: 373, 386).

Uzun dönem ilişkisinin varlığını belirlemek için boş ve alternatif hipotezler kurgulanmaktadır. Boş hipotezde değişkenler arası uzun dönemli seviye ilişkisinin olmadığı ifade edilirken alternatif hipotezde değişkenler arası uzun dönemli seviye ilişkisinin varlığı iddia edilmektedir. Kurgulanan boş ve alternatif hipotezler Eşitlik 3 ve 4’te açıklanmaktadır.

$$H_0: \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0 \quad (3)$$

$$H_1: \delta_1 \neq \delta_2 \neq \delta_3 \neq \delta_4 \neq \delta_5 \neq \delta_6 \neq \delta_7 \neq 0 \quad (4)$$

Hesaplanan F istatistik değerleri Pesaran vd.(2001) tarafından verilen kritik değerlerle karşılaştırılarak uzun dönemli ilişkinin varlığına yönelik bir çıkarım yapılmaktadır. Pesaran vd.(2001) çalışmasında sunulan F istatistik değerlerinin ilk sütunu, tüm değişkenlerin I(0) olduğunu varsayarken ikinci sütunda tüm değişkenlerin I(1) olduğu kabul edilmektedir. Hesaplanan F istatistikî değerinin Pesaran vd.(2001) çalışmasındaki üst sınır kritik değerden büyük olması halinde seviye ilişkisinin olmadığı şeklinde kurgulanan boş hipotez reddedilerek alternatif hipotez kabul edilmekte ve değişkenler arası uzun dönemli ilişki olduğuna yönelik bir çıkarım yapılabilmektedir. Hesaplanan değerinin alt sınır kritik değerinden daha az olması halinde ise boş hipotez kabul edilmekte ve değişkenler arası uzun dönem seviye ilişkisi olmadığı yorumu yapılmaktadır. Hesaplanan F istatistiğinin alt ve üst sınır kritik değerleri arasında kalması durumunda ise sınır testi kesin bir sonuca işaret etmemektedir(Pesaran vd., 2001: 290).

Sınır testi ile aralarında uzun dönemli ilişki olduğu belirlenen değişkenlerin uzun ve kısa dönemli ilişkilerini gösteren regresyonlara iki kademeli gecikmesi dağıtılmış otoregresif model(ARDL) yardımıyla

ulaşılacaktır. Uzun dönem eşitliklerinin elde edilebilmesi için yapılması gereken ilk işlem, Akaike(AIC) veya Schwarz(SBC) bilgi kriterleri tarafından önerilecek $(p_1, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5, q_6)$ gibi uygun gecikme uzunluklarına göre ekonomik büyüme oranının bağımlı değişken olduğu uzun dönem koşullu ARDL($p_1, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5, q_6$) modelinin oluşturulmasıdır. Tahmin edilecek uzun dönem koşullu ARDL modeli Eşitlik 5’de ifade edilmiştir.

$$B_t = c_0 + \sum_{i=1}^{p_1} \alpha_i B_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \theta_{1i} FL_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \theta_{2i} Kredi_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \theta_{3i} KK_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_4} \theta_{4i} Enf_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \theta_{5i} TA_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_6} \theta_{6i} Eğitim_{t-i} + \psi' D_t + u_t \quad (5)$$

İkinci işlem ise kısa dönem ilişkileri veren koşullu hata düzeltme modelinin elde edilmesidir. Tahmin edilecek koşullu hata düzeltme modeli ise Eşitlik 6’da sunulmuştur.

$$\Delta B_t = \mu + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta B_{t-i} + \sum_{i=0}^p \omega_i \Delta FL_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_i \Delta Kredi_{t-i} + \sum_{i=0}^p \gamma_i \Delta KK_{t-i} + \sum_{i=0}^p \theta_i \Delta Enf_{t-i} + \sum_{i=0}^p \eta_i \Delta TA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \zeta_i \Delta Eğitim_{t-i} + \vartheta ECM_{t-1} + u_t \quad (6)$$

Eşitlik 6’da yer alan $\lambda_i, \omega_i, \varphi_i, \gamma_i, \theta_i, \eta_i, \zeta_i$ terimleri kısa dönemli parametreleri ifade etmek için kullanılırken ϑ terimi ise modelin dengeye yakınsamasını ifade eden uyarılama hızını temsil etmektedir. Hata düzeltme modelinin iyi çalışması için uyarılama katsayısının negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekmektedir. Hata düzeltme terimi olan ECM_t ise Eşitlik 7’de tanımlanmıştır.

$$ECM_t = Büyüme_t - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 FL_t - \hat{\beta}_2 Kredi_t - \hat{\beta}_3 KK_t - \hat{\beta}_4 Enf_t - \hat{\beta}_5 TA_t - \hat{\beta}_6 Eğitim_t \quad (7)$$

Eşitlik 7’de bulunan $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4, \hat{\beta}_5$ ve $\hat{\beta}_6$ uzun dönem parametreleri, Eşitlik 2’de verilen koşullu ARDL modelinin sıradan en küçük kareler yöntemiyle tahmininden elde edilmektedir.

$$\hat{\beta}_0 = \hat{c}_0 / \left(1 - \sum_{k=1}^p \hat{\alpha}_k\right), \quad \hat{\beta}_i = \left(\sum_{j=0}^q \hat{\theta}_{ij}\right) \left(1 - \sum_{k=1}^p \hat{\alpha}_k\right) \quad (8)$$

$i = 1, 2, 3, 4, 5, 6$

$\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4, \hat{\beta}_5$ ve $\hat{\beta}_6$ parametrelerine ait standart hatalar Delta yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır(Pesaran ve Shin, 1999: 386). Ayrıca kısa dönemli regresyon tahminlerinin güvenilirliği için Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testi, Jarque-Bera normallik testi ve White değişen varyans testlerinin uygulanması gerekmektedir.

6. Kullanılan Değişkenler

Üçer aylık verilerden oluşan değişkenlerin kullanılmasıyla tahmin edilecek modeller 1989.1-2010.1 dönemini kapsamaktadır. Finansal liberalizasyon göstergeleri olarak ise *de facto* göstergeler olarak tanımlanan üç farklı değişkenden yararlanılmıştır[‡]. Ekonometrik analizde kullanılan değişkenlere ait kısaltmalar şu şekilde özetlenebilir:

Büyüme: Kişi başı reel GSYİH'daki artış oranı

FL1: Ülkeye giren ve ülkeden çıkan toplam sermaye akımlarının GSYİH'ya oranlanmasıyla elde edilen sermaye akımı değişkeni(Kraay, 1998; Edison vd., 2002)

FL2: Bir ülkenin varlık ve yükümlülüklerinin GSYİH'ya oranlanmasıyla elde edilen sermaye stoku değişkeni(Lane ve Milesi-Ferretti, 2007; Edison vd., 2002).

FL3: Ülkeye giren toplam sermaye hacminin GSYİH'ya oranlanmasıyla hesaplanan sermaye girişi değişkeni(Kraay, 1998; Edison vd., 2002)

KK: Kurumsal kalite düzeyi(Bekaert vd.,2005; Bekaert vd., 2006; Edison vd., 2002; Ito, 2006)

Enf: Enflasyon Oranı

Kredi: Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ya oranı

TicAçıklık: İhracat ve ithalat toplamının GSYİH'ya oranı olan ticari dışa açıklık düzeyi

Eğitim: Ortalama orta öğrenim eğitim süresi

[‡] Finansal liberalizasyonun *de facto* göstergeleri yanında *de jure* göstergelerinin de kullanıldığı kapsamlı bir analiz için Bkz. Özşahin(2011).

7. Ekonometrik Bulgular

ICRG veri seti, ülkenin uluslararası finansal sermaye akımlarını belirleyen ve bu açıdan uluslararası finans piyasaları ile bütünleşmesinde etkili olan bazı kurumsal kriterler hakkında bilgi vermektedir. Bekaert vd.(2005), Bekaert vd.(2006), Edison vd.(2002) ve Ito(2006), bir ülkedeki kurumsal yapı hakkında bilgi vermesi için bürokratik kalite(BQ), yolsuzluk(Corrupt) ve hukuka duyulan güven(Law) şeklinde tanımlanan üç kriterden faydalanmışlardır. Bu çalışmada da Türkiye ekonomisindeki kurumsal kaliteyi ölçmesi için bu üç kritere ait verilerden hareketle temel bileşen analizi(principle component analysis) kullanılarak kurumsal kalite endeksi oluşturulmuştur.

7.1. Serilere İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları

Serilerin durağanlık seviyeleri bir diğer ifadeyle $I(0)$ veya $I(1)$ olduğunu tayin etmek, sınır testinde önemli bir aşamayı oluşturmaktadır. Tüm serilerin orijinal seviyelerinde durağan çıkması($I(0)$ olması) halinde sınır testini yapmaya ihtiyaç duyulmadan standart tahmin metotlarıyla regresyon kurulabilir. Serilerin durağanlık seviyelerini belirlemek için uygulanacak testler ise sırasıyla Dickey ve Fuller(1979) tarafından geliştirilen genişletilmiş ADF birim kök testi, Phillips ve Perron(1988)'nin geliştirdiği Phillips-Perron testi ve yapısal kırılmanın dikkate alındığı Zivot ve Andrews(1992) yapısal kırılmalı birim kök testleridir.

Tablo 1. Serilere İlişkin ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

	Orijinal Seriler				Birinci Farkları Alınmış Seriler			
	ADF ^a	PP ^a	ADF ^b	PP ^b	ADF ^a	PP ^a	ADF ^b	PP ^b
FL1	-6.822*	-6.804*	-6.830*	-6.811*	-10.52*	-37.78*	-10.45*	-38.59*
FL2	-8.903*	-17.91*	-8.848*	-17.62*	-6.060*	-82.60*	-6.002*	-93.92*
FL3	-3.023***	-2.090	-2.669	-2.669	-8.442*	-12.06*	-8.723*	-11.90*
Kredi	-1.245	-1.378	-2.175	-2.272	-4.791*	-4.791*	-4.592*	-4.592*
Kurumsal Kalite	-2.099	-2.130	-2.089	-2.127	-7.252*	-7.304*	-7.207*	-7.260*
Enflasyon	-2.539	-1.860	-0.993	-3.052	-8.262*	-19.27*	-8.790*	-25.50*
Ticari Açıklık	-1.461	-15.50	-2.484	-2.788	-9.004*	-9.006*	-8.947*	-8.949*
Eğitim	-0.880	-0.781	-3.78***	-3.78***	-8.665*	-8.612*	-8.585*	-8.526*
Büyüme	-2.72****	-2.370	0.345	-1.900	-11.20*	-16.40*	-7.345*	-26.69**
<i>Kritik Değerler</i>								
%1	-3.515		-4.081		-3.512		-4.081	
%5	-2.898		-3.469		-2.897		-3.469	
%10	-2.586		-3.161		-2.585		-3.161	

a: Regresyon sadece sabit terimi içermektedir.
b: Regresyon sabit ve lineer trend değişkeni içermektedir.
*, **, *** sırasıyla %, 5 ve 10 anlamlılık düzeylerinde birim kök hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Bu sonuçlara göre FL1 ve FL2 değişkenleri ADF ve PP testlerinin her ikisine göre %1 seviyesinde orijinal seviyelerinde durağan çıkarken, orta öğrenim eğitim süresini gösteren eğitim değişkeni ise ADF ve PP testlerinin yalnızca trend içeren modellerinde %5 seviyesinde orijinal düzeyde durağandır. FL3 değişkeni ise ADF testinin sabitli modelinde %5 seviyesinde durağan iken diğer bütün versiyonları ancak birinci farkında durağan çıkmaktadır. Ayrıca büyüme oranlarının yalnızca ADF testinin sabit terim içeren modelinde %10 seviyesinde durağan olduğu da anlaşılmaktadır. Birinci farkı alınmış serilere ilişkin test sonuçları incelendiğinde ise tüm serilerin birinci farklarında durağan hale geldiği gözlemlenmektedir.

Ayrıca Perron(1989)'nun serilerde yapısal kırılmanın olması halinde birim kök testlerinin hatalı sonuçlar vereceğine dair uyarıda bulunması dikkate alınarak birim kök test sonuçlarında yapısal değişimlerin etkisi olup olmadığı Zivot ve Andrews(1992) tarafından geliştirilen yöntem yardımıyla kontrol edilmiştir.

Tablo 2. Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testine İlişkin İstatistikî Sonuçlar

	Zivot-Andrews ^a		Zivot-Andrews ^b		Zivot-Andrews ^c	
	En küçük t-ist	Kırılma Dönemi	En küçük t-ist.	Kırılma Dönemi	En küçük t-ist.	Kırılma Dönemi
FL1	-7.669(0)	2003.2	-7.350(0)	1998.4	-7.724(0)	2003.2
FL2	-15.47(0)	1995.2	-12.35(0)	1992.3	-11.33(0)	1992.3
FL3	-7.579(0)	1994.3	-5.643(0)	1995.3	-6.180(0)	1994.3
Kredi	-5.919(1)	2005.3	-5.274(1)	2006.3	-4.922(0)	2005.3
Kurumsal Kalite	-7.710(1)	1996.3	-7.247(1)	1996.1	-7.646(1)	1999.4
Enflasyon	-9.532(1)	2002.2	-5.150(0)	2000.1	-9.368(1)	2002.2
Ticari Açıklık	-5.150(1)	1999.2	-4.470(1)	2006.3	-4.080(0)	1998.1
Eğitim	-8.780(1)	1992.2	-8.803(1)	1992.2	-4.949(0)	2000.1
Büyüme	-5.523(0)	1999.4	-5.573(0)	2000.4	-9.926(1)	1998.2

a: Sabit ve trendin her ikisinde de kırılmayı dikkate almaktadır. %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -5.57 ve -5.08'dir.

b: Trendde kırılmayı dikkate almaktadır. %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -4.93 ve -4.42'dir.

c: Sabitte kırılmayı dikkate almaktadır. %1 ve %5 önem düzeylerine ait kritik değerler sırasıyla -5.34 ve -4.80'dir.

Parantez içinde verilen değerler serilerin durağanlık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 2'de Zivot-Andrews testine ait seviyede kırılma, trendde kırılma ve seviye ve trendin her ikisinde de kırılmanın olduğu durumlara ilişkin bulgular yer almaktadır. Tablo 2'de yer alan bulgular serilerin bir kısmının seviyede, diğerlerinin ise birinci farklarında durağanlaştığına işaret etmekte ve bu nedenle uzun dönem ilişkinin belirlenmesi için sınır testi ve ARDL yaklaşımının uygun bir yöntem olduğunu göstermektedir. Ayrıca test sonuçlarında yapısal kırılmanın olabileceği tarihlerin Türkiye ekonomisinde önemli bazı gelişmelerin yaşandığı dönemlere rastladığı göz önünde bulundurularak tahmin edilecek modellere bu önemli gelişmeleri temsil etmesi için bazı kukla değişkenler ilave edilmiştir.

7.2. Sınır Testi ve ARDL Yöntemi Analiz Sonuçları

Sınır testinin ilk aşamasını değişkenler arası uzun dönem ilişkinin varlığını belirlemek amacıyla Eşitlik 2'de ifade edilen denklemin en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesi oluşturmaktadır. Bu aşamada finansal liberalizasyon göstergelerinin(FL1, FL2 ve FL3) bağımsız değişken olarak kullanıldığı ve büyüme oranlarının ortak bağımlı değişken olduğu 3 farklı model(Model 1, 2 ve 3) Eşitlik 2'ye uygun

şekilde tahmin edilecektir. Bu aşamalarda tahmin edilecek modeller şu şekilde tanımlanabilir.

$$\text{Model 1: Büyüme} = f(\text{FL1}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

$$\text{Model 2: Büyüme} = f(\text{FL2}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

$$\text{Model 3: Büyüme} = f(\text{FL3}, \text{Kredi}, \text{KK}, \text{Enf}, \text{TicAçıklık}, \text{Eğitim})$$

Koşullu hata düzeltme modellerinin tahmininden önce her bir modele ilişkin uygun gecikme uzunluklarının belirlenmesi gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluklarının tayininde Akaike ve Schwarz kriterleri tarafından önerilecek p değerleriyle kurulan modellerde birinci ve dördüncü dereceden otokorelasyonun varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı(LM) istatistiği ile test edilerek hata terimlerinde otokorelasyon olmamasına dikkat edilmiştir. Her bir finansal liberalizasyon göstergesine göre tahmin edilen modellerin AIC, SBC ve LM test sonuçları Tablo 3'te sunulmaktadır.

Tablo 3. Model 1, 2 ve 3 için Uygun Gecikme Uzunluğunun Seçimine İlişkin İstatistikler

Seriler	Sabitli Model				Sabitli ve Deterministik Trendli Model			
	p	AIC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$	P	AIC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$
Model 1	2	1.308	0.534 (0.46)	11.24 (0.023)	1	1.224	1.829 (0.17)	11.26 (0.023)
Model 2	1	1.545	3.329 (0.06)	7.878 (0.09)	1	1.468	1.972 (0.16)	12.94 (0.011)
Model 3	2	1.336	2.190 (0.13)	3.768 (0.43)	1	1.245	1.575 (0.20)	7.699 (0.10)
	Sabitli Model				Sabitli ve Deterministik Trendli Model			
	p	SBC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$	P	SBC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$
Model 1	1	1.823	2.499 (0.11)	5.126 (0.27)	1	1.748	1.829 (0.17)	11.26 (0.023)
Model 2	1	2.040	3.329 (0.06)	7.878 (0.09)	1	1.992	1.972 (0.16)	12.94 (0.011)
Model 3	1	1.832	2.190 (0.13)	3.768 (0.43)	1	1.769	1.575 (0.20)	7.699 (0.10)

Not: p, AIC ve SBC kriterleri tarafından önerilen gecikme uzunluklarıdır. $\chi^2(1)$ ve $\chi^2(4)$ ise serilerin 1 ve 4 derecede kalıntılarında ardışık bağımlılığı kontrol eden LM test istatistiğidir. χ^2 istatistiğine ait p-değerleri ise LM istatistik tahminlerinin altında parantez içinde yer almaktadır.

AIC ve SBC kriterleri tarafından önerilen uygun gecikme uzunlukları ve bunlara ilişkin LM test istatistiklerinin p-değerleri mukayese edildiğinde Model 1 ve 3'ün sabitli versiyonu dışında aynı gecikme uzunluklarını önerdikleri görülmektedir. Bundan dolayı elde edilecek bulguların birbiriyle çok yakın sonuçlar vereceği düşünülerek ilerleyen

aşamalarda SBC tarafından önerilen gecikme uzunlukları dikkate alınacaktır. Tablo 4, FL1, FL2 ve FL3 finansal liberalizasyon göstergelerinin bağımsız değişkenler olarak kullanıldığı Model 1, Model 2 ve Model 3'e ilişkin sınır testi sonuçlarını vermektedir.

Tablo 4. Model 1, 2 ve 3'e Ait Sınır Testi Sonuçları

Seriler	Trendli Model			Trendsiz Model			
	P	F-iv	F-v	t-v	p	F-iii	t-iii
Model 1	1	7.345 ^a	8.155 ^a	-7.101 ^c	1	6.371 ^a	-6.107 ^c
Model 2	1	6.990 ^a	7.751 ^a	-6.872 ^c	1	6.211 ^a	-5.985 ^c
Model 3	1	7.011 ^a	7.743 ^a	-6.902 ^c	1	6.211 ^a	-5.999 ^c

Not: F-iv, Eşitlik 2'de bulunan $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$ ve $c_1=0$ sınaması yapan F-istatistiği iken F-v, yalnızca $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$ sınaması yapan bir F-istatistiğidir. F-iii, c_1 katsayılı trendin sifıra eşit olması halinde $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = 0$ durumuna yönelik bir F-istatistiğidir. t-v trendin olması, t-iii ise trendin olmaması halinde Eşitlik 2'ye ait $\delta_1 = 0$ sınaması yapan t-istatistikleridir.

a: Hesaplanan değer %5 üst sınırın aştığını temsil etmektedir.

b: hesaplanan değer %5'lik sınırlar arasında kaldığını ifade etmektedir.

c: Hesaplanan değer %5'lik alt sınırın altında olduğu anlamına gelmektedir.

k=6 için %5 önem düzeyindeki alt ve üst sınırları şunlardır. F-iv için [2.63 3.62], F-v için [2.87 4.00], t-v için [-3.41 -4.69], F-iii için [2.45 3.61], t-iii için [-2.86 -4.38]

Elde edilen sonuçlar %5 anlamlılık düzeyinde her bir model için seviye ilişkisi olmadığını belirten boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir. Her bir modelin hem trendli hem de trendsiz versiyonlarında uzun dönem seviye ilişkisinin var olduğu çıkarımı yapılabilir. Tablo 5, ARDL yaklaşımında ifade eden Eşitlik 5'ten hareketle uzun dönem seviye ilişkisi tahmin sonuçlarına yer vermektedir. Uzun dönem parametre tahminlerine ait standart hatalar ise Delta yöntemi yardımıyla hesaplanmıştır.

Tablo 5. Model 1, 2 ve 3'e Ait Uzun Dönem Katsayı Tahminleri

	Büyüme Oranı	Model 1 ^a		Model 2 ^b		Model 3 ^c	
		Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği	Katsayı	t-istatistiği
Sabitli Model	FL Göstergesi	0.322	2.029(0.04)	0.022	0.208(0.83)	0.061	0.382(0.70)
	Özel Sek.Kredi	0.051	0.235(0.81)	0.077	0.346(0.72)	0.084	0.384(0.70)
	Kurumsal Kalite	0.094	0.307(0.75)	0.034	0.109(0.91)	-0.054	-0.174(0.86)
	Enflasyon	1.002	17.04(0.00)	0.982	16.36(0.00)	1.000	13.53(0.00)
	Ticari Açıklık	0.208	0.208(0.56)	0.314	0.854(0.39)	0.511	1.327(0.18)
	Eğitim	0.375	0.453(0.65)	0.504	0.585(0.56)	0.312	0.369(0.71)
	Sabit	3.830	4.387(0.00)	3.256	3.801(0.00)	3.687	4.269(0.00)
Trendli Model							
Not: Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini göstermektedir.							
a:Seçilen model ARDL(0,0,0,3,0,0) aa:Seçilen model ARDL(0,0,0,3,0,0)							
b:Seçilen model ARDL(0,0,0,3,0,0) bb:Seçilen model ARDL(0,0,0,2,0,0)							
c: Seçilen model ARDL(0,0,0,3,1,0) cc:Seçilen model ARDL(0,0,0,2,0,0)							

Uzun dönem katsayı tahminlerine ilişkin bulguların yer aldığı Tablo 5'te yer alan değerler ışığında, FL1, FL2 ve FL3 değişkenleriyle tahmin edilen Model 1, Model 2 ve Model 3'ün hem sabitli hem de trendli versiyonlarında yabancı sermaye stoku, yabancı sermaye akımları ve yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme oranlarını pozitif yönde etkilediği görülmeye rağmen yalnızca sermaye stokunun büyüme oranları üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Tüm modellerde kurumsal kalite ve ticari açıklık değişkenlerinin katsayılarının pozitif işarete sahip olması, beklenen bir durum olmakla birlikte bu değişkenlerin büyüme oranlarına destek verdiğinin de bir işaretidir. Ayrıca Model 1, 2 ve 3'ün sabitli versiyonunda özel sektöre verilen kredilerin büyüme oranları üzerindeki etkisi pozitif iken, trendli versiyonda bu etkileşimin yönü negatife dönüşmektedir. Türkiye ekonomisi üzerine çalışan Apak ve Uçak(2007), Demir vd.(2007), Özatay ve Sak(2002) çalışmalarının da eriştiği bu bulgu, özellikle 1990'lı yılların ardından özel sektöre verilen kredilerin yatırımlara aktararak büyüme potansiyelini artırmaktan ziyade etkinlikten uzak bir şekilde kullanıldığına işaret etmektedir. Benzer şekilde Sever(2005) de özel sektöre verilen kredilerin üretim kapasitesini artıran yatırımlardan ziyade mevcut kapasitelerin yenilenmesi amacıyla kullanıldığı için çıktı hacmi ve büyüme oranlarında genişlemeye yol açmadığından bahsetmiştir. Ayrıca enflasyon oranlarının büyüme üzerindeki pozitif yönlü etkisi, keynesyen toplam arz-toplam talep modeli çerçevesinde üreticilerin mallarının fiyatlarındaki artış neticesinde üretim kararı vermelerinden dolayı beklenen bir sonuçtur.

büyüme oranlarına etkisi, istatistiksel olarak anlamsız ve negatif yönlü olmaktadır. Bunun nedeni olarak özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin kısa vadede verimli bir dönüşümünün sağlanamamasından kaynaklanmaktadır. Bu bulgu Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülke üzerinden yapılan panel veri analizleri sonucunda da görülmektedir. Finansal bütünleşme sürecinde büyüme oranlarına katkı sağladığına yönelik geniş bir literatür bulunan kurumsal gelişmişliğin uzun dönemde olduğu kadar kısa dönemde de büyümeye katkı sağladığı, farklı finansal liberalizasyon değişkenleriyle tahmin edilen sabit ve trendli modellerde de doğrulanmıştır. Ayrıca hem trendli hem de sabitli modellerin R^2 ve F istatistikleri incelendiğinde de her bir değer makul seviyede olduğu söylenebilir.

Tablo 6'da yer alan X^2_{BCAE} istatistiği Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testine ait değeri ifade etmektedir ve bu sonuçlar Model 1, 2 ve 3'e ilişkin sabitli ve trendli versiyonların hiçbirinde ardışık bağımlılığın olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Bir diğer istatistik değeri olan X^2_{IBN} ise Jargue-Bera testine göre serilerin normal dağılıma uygun olup olmadığını göstermekte olup tahmin edilen modellerin hepsinde hata terimlerinin normal dağıldığına işaret etmektedir. Modelde değişen varyansın varlığını sınamaya yarayan X^2_{WDV} White değişen varyans test istatistiği ise tahmin edilen modellerin sabit varyansa sahip olduğunu göstermektedir.

Sonuç

Türkiye ekonomisinde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik büyüme üzerinde yol açtığı etkinin analiz edildiği bu çalışmada, üç farklı finansal liberalizasyon göstergesi kullanılarak üç ayrı regresyon tahmin edilmiştir. Tahmin edilen her bir modelde finansal gelişmişliği temsil etmesi açısından özel sektöre verilen kredi hacmi, kurumsal kalite düzeyi, dışa açıklık seviyesi ve eğitim düzeyi gibi kontrol değişkenleri sabit tutularak yalnızca finansal liberalizasyon göstergelerinin farklılaştırılmasıyla büyüme oranları üzerinde aynı sonuçlara ulaşıp ulaşılamayacağı sınaması yapılmıştır.

Ekonometrik analizlerde öncelikle seriler arası uzun dönemli ilişkilerin varlığı sınır testi yardımıyla araştırılmış ve bunun ardından kısa

ve uzun dönem katsayılarına ARDL denklemlerinin tahmin edilmesi sonucu ulaşılmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre her bir finansal liberalizasyon göstergesinin ekonomik büyüme oranları üzerinde olumlu sonuçlara yol açtığı görülmüştür. Ayrıca kurumsal kalite, dışa açıklık ve eğitim düzeyi değişkenlerinin de ekonomik büyüme oranlarını pozitif yönde etkileyen değişkenler olduğu anlaşılmıştır.

KAYNAKÇA

AĞIR, Hüseyin(2010). **Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi**, Ankara: BDDK Kitapları, Yayın No. 8.

ALESINA, Alberto, Vittorio Grilli ve Gian Maria Milesi-Ferretti(1994). “The Political Economy of Capital Controls”. (Editör: Leonardo Leiderman ve Assaf Razin). **Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth**, Cambridge: Cambridge University Press, ss. 289-328.

ALTINTAŞ, Halil ve Yücel Ayrıçay (2009). “Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987-2007”. **10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu**, 27-29 Mayıs 2009.

ANG, James B. ve Warwick J. McKibbin (2005). **Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia**. Working Papers in International Economics: Lowy Institute for International Policy. Yayın No. 3.05.

APAK, Sudi ve Ayhan Uçak (2007). “Ekonomik Büyümenin Anlamlılığı ve Gelişmişlik: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir İnceleme”. **MUFAD Dergisi**, 34, ss. 57-65.

ARESTIS, Philip ve Asena Caner (2004). **Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence**. Working Paper: The Levy Economics Institute. Yayın No. 411.

ARESTIS, Philip ve Asena Caner (2005). “Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence”. (Editör: Phillip Arestis ve Malcolm Sawyer). **Financial Liberalization: Beyond Orthodox Concerns**. England: Palgrave Macmillan, ss. 90-128.

ARTETA, Carlos, Barry Eichengreen ve Charles Wyplosz(2003). “When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?”. (Editör: Efraim Helpman). **Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin**. Cambridge: Cambridge University Press, ss. 177-206.

AUERBACH, Paul ve Jalal U. Siddiki(2004). “Financial Liberalization and Economic Development: An Assesment”. **Journal of Economic Surveys**, 18(3), ss. 231-265.

BAILLIU, Jeannine N.(2000). **Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries**. Working Paper: Bank of Canada. Yayın No. 2000-15.

BALKAN, Erol ve Erinç Yeldan (2002). “Peripheral Development Under Financial Liberalization: The Turkish Experience”. (Editör: Neşecan Balkan ve Sungur Savran). **The Ravages of Neo-Liberalism: Economy, Society and Gender in Turkey**. New York: Nova Science Publication, ss. 39-54.

BEKAERT, Geert, Campbell R. Harvey ve Christian Lundblad (2005). “Does Financial Liberalization Spur Growth?”. **Journal of Financial Economics**, 77(1), ss. 3-55.

BEKAERT, Geert, Campbell R Harvey ve Christian Lundblad (2006). “Growth Volatility and Financial Liberalization”. **Journal of International Money and Finance**, 25(3), ss. 370-403.

BROCK, Philip L.(1989). “Reserve Requirements and the Inflation Tax”. **Journal of Money, Credit and Banking**, 21(1), ss. 106-121.

CHO, Yoon Je (1990). “Mckinnon-Shaw Versus the Neoliberalist on Financial Liberalization: A Conceptual Note”. **World Development**, 18(3), ss. 477-480.

COLLIER, Paul ve Colin Mayer (1989). “The Assessment: Financial Liberalization, Financial Systems, and Economic Growth”. **Oxford Review of Economic Policy**, 5(4), ss. 1-12.

DE SWAAN, Tom(1999). “International Capital Flows: Discussion”. (Editör: Jane Sneddon Little ve Giovanni P. Olivei). **Rethinking the International Monetary System**, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 43, ss. 163-169.

DEMİR, Yusuf, Erdoğan Öztürk ve Mesut Albeni (2007). “Türkiye’de Finansal Piyasalar ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”. **KMÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 7(3), ss. 438-455.

DENİZER, Cevdet, Raj M. Desai ve Nikolay Gueorguiev (1988). **The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies**. Working Paper: The World Bank Policy Research Working Paper, Yayın No. 2030.

DICKEY, David A. ve Wayne A.Fuller (1979). “Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”. **Journal of the American Statistical Association**, 74(366), ss. 427-431.

DORNBUSCH, Rudiger ve Alejandro Reynoso (1989). “Financial Factors in Economic Development”. **The American Economic Review**, 79(2), ss. 204-209.

DUTT, Amitava(1991). “Interest Rate Policy in LDCs: A Post Keynesian View”. **Journal of Post Keynesian Economics**, 13(2), ss. 210-232.

EDISON, Hali, Ross Levine, Luca Ricci ve Torsten Slok (2002). “International Financial Integration and Economic Growth”. **Journal of International Money and Finance**, 21, ss. 749-776.

EICHENGREEN, Barry, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti ve Andrew Tweedie(1998). **Capital Account Liberalization Theoretical and Practical Aspects**. Occasional Paper: IMF Occasional Paper, Yayın No. 172.

EICHENGREEN, Barry, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti ve Andrew Tweedie (1999). **Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues**. Economic Issues: IMF Economic Issues, Yayın No. 17. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17.pdf> (06.05.2010)

EICHENGREEN, Barry ve David Leblang (2003). “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr.Mahathir Right?”. **International Journal of Finance and Economics**, 8(3), ss. 205-224.

ENGLE, Robert F. ve Clive W.J. Granger (1987). "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing". **Econometrica**, 55(2), ss. 251-276.

ESCHENBACH, Felix(2004). **Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature**. Discussion Paper: Tinbergen Institute Discussion Papers. Yayın No. TI 2004-039/2.

FRY, Maxwell J.(1989). "Financial Development: Theories and Recent Experience". **Oxford Review of Economic Policy**, 5(4), ss. 13-28.

FRY, Maxwell J.(1995). **Money, Interest and Banking in Economic Development**. Baltimore: Johns Hopkins University Press.

FRY, Maxwell J.(1997). "In Favour of Financial Liberalisation". **Economic Journal**, 107(442), ss. 754-770.

GHOSH, Jayati(2005). **The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries**. Working Paper: DESA Working Paper, Yayın No. 4.

GIBSON, Heather ve Euclid Tsakalotos (1994). "The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries: A Critical Survey". **Journal of Development Studies**, 30(3), ss. 578-628.

GIOVANNINI, Alberto ve Martha de Melo (1993). "Government Revenue from Financial Repression". **The American Economic Review**, 83(4), ss. 953-963.

GRILLI, Vittorio ve Gian M.Milesi-Ferretti (1995). "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls". **IMF Staff Papers**, 42(3), ss. 517-551.

GURLEY, John G. ve Edward S. Shaw (1955). "Financial Aspects of Economic Development". **American Economic Review**, 45(4), ss. 515-538.

ISHII, Shog, Karl F. Habermeier ve Jorge I. Canales-Kriljenko (2002). **Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability**. Occasional Paper: IMF Occasional Paper, Yayın No. 211.

ITO, Hiro(2006). "Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of

Liberalization". **North American Journal of Economics and Finance**, 17(3), ss. 303-327.

JOHANSEN, Soren ve Katarina Juselius (1990). "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration". **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 52(2), ss. 169-210.

KEYNES, John Maynard(1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan.

KLEIN, Michael W. ve P. Olivei Giovanni (2005). **Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth**. Working Paper: NBER Working Paper, Yayın No. 7384.

KLEIN, Michael (2007). **Capital Account Liberalization and the Varieties of Growth Experience**. Fletcher School: Tufts University and NBER. http://fletcher.tufts.edu/faculty/klein/pdf/Klein_CapAcctLib2007.pdf

KRAAY, Aart(1998). **In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalizations**. Unpublished Working Paper: World Bank, Washington, DC.

LANE, Philip R., ve Gian Maria Milesi-Ferretti (2007). "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities". **Journal of International Economics**, 73(2), ss. 223-250.

MAVROTAS, George(2005). "Savings and Financial Sector Development: An Assessment". (Editör. Christopher J. Green, Colin H. Kirkpatrick ve Victor Murinde). **Finance and Development: Surveys of Theory, Evidence and Policy**. Aldershot: Edward Elgar, ss. 29-61.

MCKENZIE, David J.(2001). "The Impact of Capital Control on Growth Convergence". **Journal of Economic Development**, 26(1), ss. 1-25.

MCKINNON, Ronald I.(1973). **Money and Capital in Economic Development**. Washington: Brookings Institution.

MCKINNON, Ronald I.(1989). "Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest Rate Policies in

Asia and Latin America". **Oxford Review of Economic Policy**, 5(4), ss. 29-54.

MCKINNON, Ronald I.(1991). **The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy**. Baltimore: John Hopkins University Press.

OBSTFELD, Maurice (1993). **International Capital Mobility in The 1990s**. Working Paper: NBER Working Paper Series, Yayın No. 4534.

ODEKON, Mehmet(2002). "Finansal Liberalizasyon ve Yatırım". **Briefing Notes in Economics Issue**. Yayın No. 53. http://www.richmond.ac.uk/bne/odekon_Issue53.pdf (20.02.2011).

ONUR, Sara (2005). "Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki". **Zonguldak Kara Elmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 1(1), ss. 127-152.

ÖZATAY, Fatih ve Güven Sak (2002). "Financial Liberalization in Turkey: Why Was the Impact on Growth Limited?". **Emerging Markets Finance and Trade**, 38(5), ss. 6-22.

ÖZŞAHİN, Şerife (2011). **Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz**. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya.

PERRON, Pierre (1989). "The Great Crash, the Oil Price Shock and the Unit Root Hypothesis". **Econometrica**, 57(6), ss. 1361-1401.

PESARAN, Hashem ve Yongcheol Shin (1999). "An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis". (Editör: Steinar Storm). **Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: the Ragnar Frisch Centennial Symposium**. Cambridge: Cambridge University Press, ss. 371-413.

PESARAN, Hashem, Yongcheol Shin ve Richard Smith (2001). "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationship". **Journal of Applied Econometrics**, 16(3), ss. 289-326.

PHILLIPS, Peter ve Pierre Perron (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". **Biometrika**, 75(2), ss. 335-346.

PRASAD, Eswar S., Kenneth S., Rogoff, Shang-Jin Wei ve Ayhan M. Köse (2007). “Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries”. (Editör: Ann Harrison). **Globalization and Poverty**. Chicago: University of Chicago Press, ss. 457-516.

QUINN, Dennis(1997). “The Correlates of Changes in İnternational Financial Regulation”. **American Political Science Review**, 91(3), ss. 531-551.

QUINN, Dennis F. ve Maria A. Toyoda (2008). “Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?”. **The Review of Financial Studies**, 21(3), ss. 1403-1449.

RODRİK, Dani(1998). “Who Needs Capital-Account Convertibility?”. (Editör: Stanley Fischer, Richard N. Cooper, Rudiger Dornbusch, Peter M. Garber, Carlos Massad, Jacques Polak, Dani Rodrik ve Savak S. Tarapore). **Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?**. Essays in International Finance, Yayın No. 207, Princeton: Princeton University, ss. 55-65.

ROUBINI, Nouriel ve Xaiver Salai-Martin (1991). **Financial Development, The Trade Regime and Economic Growth**. Working Paper: NBER Working Paper Series, Yayın No. 3876.

SCHMUKLER, Sergio L.(2008). “The Benefits and Risks of Globalization: Challenges for Developing Countries”. (Editör: Joseph Stiglitz ve Jose Antonio Ocampo). **Capital Market Liberalization and Development**. Oxford: Oxford University Press, ss. 48-73.

SEVER, Erşan(2009). **Finans, Dış Ticaret ve Büyüme İlişkisi**. Konya: Çizgi Kitabevi.

SHAW, Edward S.(1973). **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University Press.

STIGLITZ, Joseph E.(1989). “Financial Markets and Development”. **Oxford Review of Economic Policy**, 5(4), ss. 55-68.

STIGLITZ, Joseph E.(1994). “The Role of the State in Financial Markets”. (Editör: Michael Bruno ve Boris Pleskovic). **Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993**. Washington: World Bank, ss. 19-52.

STIGLITZ, Joseph E.(2000). “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”. **World Development**, 28(6), ss. 1075-1086.

STIGLITZ, Joseph E. ve Andrew Weiss (1981). “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. **American Economic Review**, 71(3), ss. 393-410.

STUDART, Rogerio(1993). “Financial Repression and Economic Development: Towards A Post-Keynesian Alternative”. **Review of political economy**, 5(3), ss. 277-298.

TAYLOR, Lance(1983). **Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World**. NewYork: Basic Books.

TOBIN, James (1965). “Money and Economic Growth”. **Econometrica**, 33(4), ss. 671-684.

TOKAT, Ekin (2007). “The Impact of Financial Liberalization on Macroeconomic Variables: A Two Country Analysis”. **İktisat, İşletme ve Finans**, 22(261), ss. 5-21.

UÇAK, Ayhan (2006). **Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi**. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul.

VANESSCHE, Ellen(2004). **The Impact of International Financial Integration on Industry Growth**. Center for Economic Studies Discussions Paper Series, Paper No. 04.12. Çevrimiçi Adres: <http://www.econ.kuleuven.be/ces/discussionpapers/default.htm> (20.05.2011).

WILLIAMSON, John ve Mahar, Molly(2002). **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**. Ankara: Liberte Yayınları.

YAPRAKLI, Sevda(2007). “Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”. **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, 5, ss. 67-89.

ZIVOT, Eric ve Donald W.K. Andrews (1992). “Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis”. **Journal of Business and Economic Statistic**, 10(3), ss. 251-270.