

FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME: BİR LİTERATÜR ÇALIŞMASI*

Gülenay BAŞ DİNAR**

FINANCIAL LIBERALIZATION AND ECONOMIC GROWTH: A LITERATURE REVIEW

Öz

Bu çalışmada finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye ilişkin yapılmış ampirik ve analitik çalışmaların bulguları özetlenecek ve bu çerçevede söz konusu ilişkinin varlığı ve yönü değerlendirilecektir. Bu çerçevede bu çalışma üç kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda, finansal liberalizasyonun teorik alt yapısını oluşturan McKinnon ve Shaw Hipotezi, ikinci kısımda ise finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkileme kanalları açıklanacak ve son kısımda ise konu ile ilgili yapılmış bazı önemli analitik ve ampirik çalışmalar yardımıyla neoliberal iktisatçılar tarafından ileri sürülen finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkinin doğrulanıp doğrulanmadığı tartışılacaktır.

Anahtar Kelimeler: Finansal liberalizasyon, ekonomik büyüme, Neo liberal iktisat

Abstract

In this study, the findings of the empirical and analytical studies that are made regarding the relationship between financial liberalization and economic growth will be summarized and in this context, validity and direction of this relationship will be evaluated. In this context, this study consists of three parts. In the first part, Mc Kinnon and Shaw Hypothesis that forms the background of financial liberalization will be described. In the second part, the channels of financial liberalization which affect economic growth will be explained. In the last part, whether the positive relationship between financial liberalization and economic growth that asserted by neoliberal economists is verified will be discussed with the help of several empirical and analytical studies about the subject.

Keywords: Financial liberalization, economic growth, Neo liberal economy

* Bu çalışma 17-19 Haziran 2009 tarihinde Eskişehir’de yapılan EconAnadolu 2009 kongresinde sunulan metnin geliştirilmiş versiyonudur.

** Abant İzzet Baysal Üniversitesi, İktisat Bölümü, gulenaybas@ibu.edu.tr

1. Giriş

1970'li yıllardan itibaren küreselleşme olgusu ve beraberinde getirdiği neoliberal politikalar ülkelerin ekonomik politikalarını belirleyen temel etken durumuna gelmiştir. Bu çerçevede özelleştirme, deregülasyon, liberalizasyon ve global entegrasyon olarak tanımlanabilecek neoliberal politikalar yoğun bir şekilde uygulanmaya başlamıştır. Kuşkusuz sözü edilen neoliberal politikalar içerisinde en önemli olanı finansal liberalizasyondur. Bilindiği gibi, finansal liberalizasyon bankacılık ve diğer finansal araçlar üzerindeki kontrollerin kaldırılması anlamına gelmektedir. 1980'li yıllardan itibaren ülkeler finansal liberalizasyona giderek küresel dünya ekonomisine entegre olmaya başlamışlardır. Bunun sonucu olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde önemli değişiklikler yaşanmıştır. Piyasalarda yer alan araçlar çeşitlenmiş, dolaşımdaki fon tutarı büyük ölçüde artmış, yeni finansal piyasalar geliştirilmiş, teknoloji ve iletişim alanındaki gelişmeler finansal işlemlerin uluslararası düzeyde ve daha düşük işlem maliyetiyle gerçekleştirilmesini sağlamıştır (Yılıgör, 2006: 2).

Söz konusu gelişmeler doğrultusunda, finansal liberalizasyon uygulamalarının yarattığı ekonomik değişiklikler yoğun bir araştırma konusu olmuştur. Bu çerçevede finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda çalışma yapılmıştır. Söz konusu çalışmaların bir kısmında finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği, bir kısmında ise finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkilemediği ya da negatif yönde etkilediği yolunda yaklaşımlar bulunmaktadır. Finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki bulunduğunu öne süren yaklaşımlar bu ilişkiyi daha çok neoliberal argümanlarla açıklamaya çalışmaktadır. Söz konusu neoliberal argümanların temeli de McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in çalışmalarına dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw söz konusu çalışmalarda yüksek tasarruf ve yatırım oranları sağlanması ve en iyi teknolojilerin kullanılmasına imkan vermesi nedeniyle finansal liberalizasyonun ekonomik büyümede önemli işlevlere sahip olduğunu ileri sürmektedirler (McKinnon, 1973: 9).

Bu çalışmada neoliberal iktisatçıların finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi öngören yaklaşımları çeşitli ampirik ve analitik çalışmalar yardımıyla analiz edilecektir. Bu çerçevede, bu çalışma üç kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda, finansal liberalizasyonun teorik alt yapısını oluşturan McKinnon ve Shaw Hipotezi, ikinci kısımda finansal liberalizasyonun iktisadi büyümeyi etkileme kanalları açıklanacak ve son kısımda ise yapılmış bazı önemli ampirik ve analitik

çalışmalar analiz edilerek, neoliberal iktisatçılar tarafından ileri sürülen finansal liberalizasyon¹ ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkinin yapılan ampirik ve analitik çalışmalarca doğrulanıp doğrulanmadığı tartışılacaktır.

2. Mc-Kinnon-Shaw Hipotezi

Finansal liberalizasyonun teorik temeli McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in 1973 yılında birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda atılmıştır. McKinnon ve Shaw'a göre gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar baskı altında tutulmaktadır. Finansal baskılamamanın sonucu olarak bu ülkelerde tasarruf düzeyi çok düşük gerçekleşmekte, yetersiz tasarruf düzeyi de yetersiz yatırım düzeyine yol açarak ekonomik büyümenin düşük düzeylerde belirlenmesine neden olmaktadır.

Dolayısıyla, McKinnon ve Shaw finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi nasıl artıracığını finansal baskılama kavramından yola çıkarak açıklamaktadır. Finansal baskılama, "bir devletin hangi finansal kurumların hangi işlemleri yapabileceğine izin verileceği konularında düzenleme yaparak, bankaların sahipliğini elinde tutarak ve uluslararası sermaye hareketlerini denetleyerek kontroller uygulaması veya var olan kontrolleri güçlendirmesi" (Williamson ve Mahar; 2002: 15) olarak tanımlamakta ve bu kısıtlamaların kaldırılarak sermaye piyasalarının liberalize edilmesi durumunda ekonomik büyümenin artacağı ileri sürülmektedir.

Bu anlamda finansal liberalizasyon finansal kaynakların dağıtımında piyasaya dayalı bir mekanizmanın kurulması olarak tanımlanmakta ve finansal liberalizasyon ile birlikte kaynakların en verimli alanlarda kullanılması sağlanarak kaynak dağılımında etkinliğin sağlanabileceği ileri sürülmektedir. Bu çerçevede finansal liberalizasyon reel faiz oranlarını artırarak bir yandan tasarrufları² ve yatırımları, diğer yandan da

¹ Literatürde finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda finansal liberalizasyon, finansal globalizasyon, finansal derinleşme ve finansal entegrasyon gibi kavramlar kullanılmaktadır. Bu çalışmada bu kavramlar aynı anlama gelmek üzere kullanılmıştır.

² McKinnon ve Shaw yaklaşımında ekonomide faiz oranı ile tasarruflar arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğu varsayılmaktadır. Faizlerin idari kararlar ile belirlenmesinden vazgeçilmesi durumunda ise bu oranlar pozitif hale gelecek ve böylece tasarruf miktarının artması sağlanabilecektir.

gerçekleşen yatırımların verimliliğini artırmak suretiyle iktisadi büyümeyi artırabilecektir. Bu görüşler literatürde “McKinnon ve Shaw Hipotezi” olarak adlandırılmakta ve finansal liberalizasyon uygulamalarının teorik gerekçesini oluşturmaktadır.

McKinnon ve Shaw gelişmekte olan ülkelerin düşük faiz oranı düşük büyüme oranı kısır döngüsünden kurtulabilmeleri için bu ülkelerin finansal piyasalarını bazı reformlara tabi tutarak liberalleşirmesini önermektedir. Finansal piyasaların liberalleştirilmesiyle bu ülkelerde faizlerin yapay olarak düşük düzeylerde belirlenmesinden vazgeçilecek ve reel faizler piyasada arz talep durumuna göre serbestçe daha yüksek bir düzeyde belirlenebilecektir. Yüksek reel faiz oranları ülkede tasarruf oranlarını artıracak, ve böylece yapılacak yatırımlar için gerekli olan fonlar sağlanarak yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme daha yüksek düzeyde belirlenebilecektir.

McKinnon ve Shaw’a göre finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisi ulusal tasarruf düzeyini artırması ile sınırlı değildir. Finansal liberalizasyon finansal piyasaların rekabetçi bir ortamda çalışmasını sağlayarak ürün çeşitliliğini, hizmet kalitesini ve bu sektörlerdeki teknolojik gelişmeyi de artırmaktadır. Ayrıca finansal liberalizasyon ile birlikte yasal ve zorunlu karşılık oranları düşük bir düzeyde tutulacak ve bu da fon kaynak maliyetini azaltarak bankacılık sektörünün aracılık işlevini etkin bir şekilde gerçekleştirebilmesine imkan sağlayacaktır. Bunların yanı sıra, finansal liberalizasyonla birlikte kredi açıklarının giderilebilme olanağının bulunması gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan örgütlenmemiş piyasaların varlığını önleyecek ve bu durum finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır (McKinnon, 1973: 117).

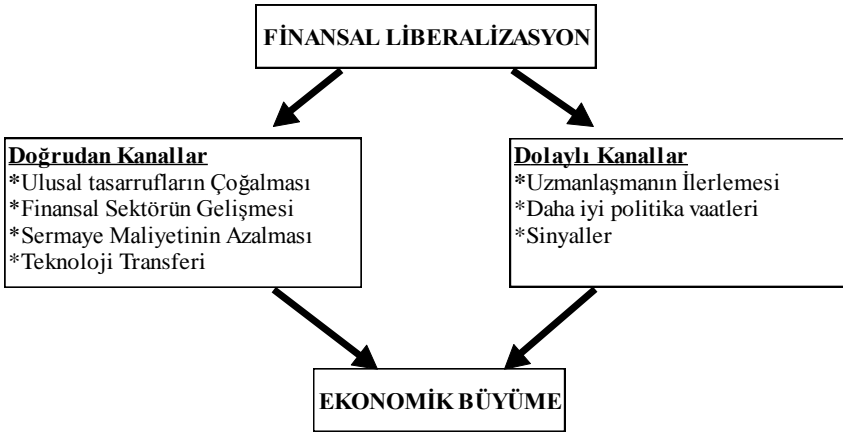
3. Finansal Liberalizasyonun İktisadi Büyümeyi Etkileme Kanalları

Bir önceki bölümde ana hatlarıyla sunulan McKinnon ve Shaw Hipotezi çerçevesinde finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi birçok kanaldan artırabileceğini söylemek mümkündür. Literatürde bu kanallar doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki grupta sınıflandırılmıştır. Doğrudan kanallar ekonomik büyümenin doğrudan belirleyicileri olup; bunlar ulusal tasarrufların çoğalması, finansal sektörün gelişmesine katkıda bulunması, sermaye maliyetini azaltması ve gelişmiş olan ülkelere gelişmekte olan ülkelere teknoloji transferini mümkün kılması biçiminde özetlenebilir. Dolaylı kanallar ise ekonomik büyümeyi dolaylı bir şekilde etkileyen kanallardır. Bunlar daha iyi risk yönetimine bağlı olarak üretimde

uzmanlaşmanın artması, rekabetçi baskı ya da liberalizasyonun disipline edici etkisi nedeniyle makro ekonomik ve kurumsal politikalarındaki gelişmeler ve uygun politikaların uygulanacağına dair piyasaya olumlu sinyaller verilmesi olarak sıralanabilir.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi aşağıdaki Őekil yardımıyla özetlemek mümkündür.

Őekil 1. Finansal Liberalizasyonun İktisadi Büyüme Etkileme Kanalları



Kaynak: Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei ve Ayhan Köse (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. Economic and Political Weekly, Vol. 38, No. 41 (Oct.11-17, 2003), p. 4322.

3.1 Doğrudan Kanallar

Finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi sağlayan doğrudan kanallardan ilki finansal liberalizasyonla birlikte ulusal tasarrufların çoğalmasıdır. Finansal liberalizasyonla birlikte reel faizler daha yüksek düzeyde belirlenecek, böylece tasarruflar dolayısıyla yatırımlar ve ekonomik büyüme artacaktır. Diğer yandan tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımı düzenlenecek ve faiz oranları ülkeler arasında eşitlenecektir. Bu durum tasarrufların etkin bir Şekilde verimli alanlara yönlendirilmesini sağlayarak ekonomik büyümenin hızlanmasına katkıda bulunacaktır.

Finansal liberalizasyonun gerekçesini oluşturan doğrudan kanallardan bir diğeri de finansal liberalizasyonun finansal piyasaların gelişmesini sağlayarak sermaye maliyetinin azalmasını sağlamasıdır. Bu anlamda, Gurley ve Shaw (1955), harcama birimleri arasında ödünç verilebilir fonları dağıtan araçların ya da finansal kurumların rolüne odaklanarak finansal gelişmenin büyümenin hızının ve yönünün belirlenmesinde önemli bir rol oynadığını ileri sürerler (Gurley ve Shaw, 1955: 515). Yine Gurley ve Shaw (1967), finansal sektörün gelişmesinin tasarrufları artırma, tasarrufların yatırıma dönüşmesini hızlandırma ve tasarrufların yatırıma dönüşmesi sürecinde ortaya çıkan maliyetleri azaltma gibi yararları olduğunu belirtirler (Gurley ve Shaw, 1967: 260). Fry (1995) ise finansal piyasalardaki işlemlerin geleceğe yönelik yapılması nedeniyle finansal piyasaların önemli riskler ve belirsizlikler içerdiğine vurgu yaparak finansal piyasaların gelişmesinin riskin dağıtılmasını ya da paylaşılmasını sağlayarak sermaye maliyetini azaltacağını ileri sürer. Çünkü gelişmiş ve iyi yapılanmış finansal sistemler tasarruf sahiplerinin risklerini azaltma, uygulanması düşünülen projeler hakkında bilgi toplama, uzmanlaşmış kurumları yardımıyla tasarrufları uygun yatırımlara yönlendirme gibi roller üstlenerek kaynak dağılımında etkinliği sağlayarak iktisadi büyümeyi artırabilmektedir (Calderon ve Liu, 2003). İyi gelişmiş finansal piyasalarda finansal araçlar ya da kurumlar bilgi edinme işlemlerini üstlenmekte ve dolayısıyla tek tek iktisadi birimlerin çok pahalı yollarla sahip olabileceği bilginin daha düşük maliyetle elde edilmesini sağlayarak bilgi edinme maliyetini azaltmaktadırlar. Bu açıdan, finansal piyasaların gelişmesi bilgi ve işlem maliyetlerini azaltma, tasarrufların mobilizasyonunu artırarak kaynak dağılımının daha etkin bir şekilde gerçekleşmesini sağlama, riski paylaşırma ve mal ve hizmetlerin ticaretini kolaylaştırma gibi avantajlar sağlamaktadır (Levine, 1997: 691).

Ayrıca, finansal liberalizasyon fonların toplulaştırılmasını sağlamakta ve fonların akışkanlığını artırarak iktisadi birimler arasındaki ilişkilerin hızlanmasını, etkinleşmesini ve dolayısıyla iktisadi faaliyetlerin artmasını sağlayıcı hizmetler sunmaktadır. Dolayısıyla, finansal liberalizasyon ile birlikte finansal kurumların gelişmesi, derinleşmesi ve finansal aracılık hizmetlerinin artması sağlanacak, bu da iktisadi birimlerin risklerini azaltarak tasarrufların yatırıma dönen kısmını artırarak kaynakların en etkin şekilde kullanılmasını sağlayacaktır.

Finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi açıklayan doğrudan kanallardan biri de finansal liberalizasyonun gelişmiş ülkelerdeki teknolojik ve idari bilginin gelişmekte olan ülkelere transferini mümkün kılmasıdır. Kang ve Sawada (2000) finansal

liberalizasyon uygulayan ekonomilerin doğrudan yabancı sermaye akışlarının büyük bir kısmını aldığını belirtmekte ve bunun nedeni olarak finansal liberalizasyonun teknolojik yayılma etkisi doğurarak daha iyi idari uygulamaların ülkeye aktarılmasını göstermektedir. Bu bağlamda, finansal liberalizasyonun özellikle gelişmekte olan ülkelere yeni üretim teknolojilerinin ve beşeri sermayede ilerleme sağlayacak bilgi ve eğitimi getirerek uzun dönemde ülkelerin ekonomik performanslarını olumlu yönde etkilediği ileri sürülmektedir (Singh, 2003: 193). Finansal liberalizasyonla birlikte yabancı ülkelerin finansal piyasalara girişi rekabet ortamı doğurmakta ve böylece ulusal finansal hizmetlerin kalitesini ve aynı zamanda etkin bir şekilde dağılımını sağlamaktadır. Ayrıca finansal piyasalara ilişkin gerçekteşen teknolojik gelişmeler bilginin kolayca transfer edilmesini sağlayarak finans piyasalarında maliyetleri düşürmekte veya yatırımcıların yeni alanlara girmelerini kolaylaştırmaktadır. Tüm bu gelişmeler ülkelerin uzun dönemli ekonomik gelişmesini olumlu yönde etkilemektedir.

3.2. Dolaylı Kanallar

Neoliberal iktisadın finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi açıklamakta kullandıkları dolaylı kanallardan ilki finansal liberalizasyonun riski ulusal ekonomiden global ekonomiye yayarak ülkede uzmanlaşmanın artmasına katkıda bulunacağı görüşüdür. Bu görüşe gore, finansal piyasaların liberalize edilmediği bir ülkede işbölümü ve uzmanlaşma iç piyasanın büyüklüğü ile sınırlandırılmakta ve bu nedenle üretim maliyetleri yüksek olmaktadır. Bu çerçevede, finansal liberalizasyonun riski ve maliyetleri ulusal ekonomiden global ekonomiye yayarak maliyetleri düşüreceği ve böylece işbölümü ve uzmanlaşmanın artmasına katkıda bulunarak ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği ileri sürülmektedir.

Literatürde sözü edilen dolaylı kanallardan biri de liberalizasyonun disipline edici etkisi olduğuna ilişkindir. Bu bağlamda, uluslararası sermaye piyasası yatırımcılarının, herhangi bir ülkedeki politika uygulamalarına anında tepki vererek, kötü politikaların cezalandırılmasını ve iyi politikaların ödüllendirilmesini sağlayarak, hükümetleri daha disiplinli ve daha piyasa yanlısı politikalar izlemeye zorlayacağı ileri sürülmektedir (Fischer, 1997; Singh, 2002 ve Yentürk, 2003).

Diğer bir dolaylı kanal da finansal liberalizasyonun hükümetin geleceğin politikalarının güvenilirliği konusunda ekonomiye olumlu sinyaller vermesidir. Bilindiği gibi, ekonomik istikrarın bulunmadığı

ekonomilerde, yatırımcılar uzun dönemde elde edecekleri kazanç miktarlarını göremediklerinden finans sektöründeki fonlar, reel sektöre aktarılmamakta ve üretime dönüştürülemeyebilmektedir. Bu durum ise, paradan para kazanılmasına yani fonların finans sektöründe kalmasına yol açmaktadır. Para otoritelerinin ve iktidarlarının kredibilitésinin artması durumunda bu durumun tersine işleyeceği öngörülmektedir (Prasad, vd., 2003).

4. Finansal Liberalizasyon Ekonomik Büyüme İlişkisi: Analitik ve Ampirik Bulguların Değerlendirilmesi

Finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalarda finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği, etkilemediği ya da olumsuz etkilediği yönünde üç farklı ampirik ve analitik bulgu seti bulunmaktadır.

4.1. Pozitif İlişki Bulunduğunu İleri Süren Çalışmalar

Literatürde finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu ileri süren çalışmalar, söz konusu ilişkiyi bir önceki bölümde bahsedilen doğrudan ya da dolaylı kanallar aracılığıyla açıklamışlardır. Mc Kinnon ve Shaw hipotezini destekleyen bu çalışmalarda finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye yol açarak ve aracılık faaliyetlerini daha etkin hale getirerek ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı ileri sürülmüştür. Bu çalışmalar finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye yol açacağı ön kabulünden hareketle gerçekleştirilmiştir³. Bu anlamda, literatürde finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme ile olan ilişkisini inceleyen çalışmalarla finansal gelişmenin ekonomik büyüme ile ilişkisini inceleyen çalışmalar birbiri ile genel olarak örtüşmektedir (Ağır. 2010: 8).

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalarda, genel olarak finansal sistemin tasarruflar ve yatırımlar arasındaki aracılık faaliyetlerinin daha etkin bir şekilde gerçekleşmesi işlevi ön plana çıkmıştır. Ekonomik büyümenin sağlanması için ekonomideki finansal aracılık hizmetlerinin gelişmesine vurgu yapan erken çalışmalardan biri Goldsmith (1969)'e aittir. Goldsmith (1969),

³ Finansal liberalizasyonun gerçekten finansal gelişmeye katkıda bulunup bulunmadığını ve aralarındaki nedensellik ilişkisinin yönünü irdeleyen bir çalışma için bkz. Ağır (2010).

betimleyici çalışmasında finansal aracılık hizmetlerinin gelişmesinin sermayenin verimliliğini artırmak suretiyle ekonomik büyüme katkıda bulunacağını belirtmiştir.

Finansal sistemin gelişmesinin ekonomik büyüme oranını artıracığını ileri süren bir diğeri önemli çalışma da King ve Levine (1993)'in çalışmasıdır. King ve Levine (1993), 1960-89 dönemi için 80'nin üzerinde ülke verilerini kullanarak yaptıkları ampirik çalışmada finansal sistemin gelişmesinin sermaye birikim oranını ve sermaye kullanan ekonomilerin etkinliğini artırma, sermaye dağılımını iyileştirme, riskin yayılması ve yenilikçi aktiviteleri teşvik etme gibi kanallar yardımıyla uzun dönem ekonomik büyümeyi artıracığı yolunda pozitif bulgular elde edilmiştir.

Yine, Greenwood ve Jovanovic'in (1990) yaptığı teorik çalışmada daha gelişmiş bir finansal yapıya sahip olan ülkelerin daha yüksek büyüme oranları elde edeceği ve ekonomide daha istikrarlı bir gelir dağılımının ortaya çıkacağı yolunda bulgular elde edilmiştir (Greenwood ve Jovanovic, 1990: 1100).

Rajan ve Zingales (1998)'in, 1980-1990 dönemi için 41 ülke verisini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada da, finansal gelişmenin firmaların dışsal finansman maliyetini azaltarak ekonomik büyümeyi artırdığına dair pozitif bulgular elde edilmiştir.

Levine ve Zervos (1998) da 1976-93 dönemi için 47 ülke verilerini kullanarak yaptıkları ampirik çalışmada, hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün gelişmesinin uzun dönemli ekonomik büyümeyi artırıp artırmadığını araştırmışlardır. Bu alışma sonucunda, hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün gelişmesinin sermaye birikimini, verimliliği ve ekonomik büyümeyi artıracığı yolunda güçlü ve sağlam pozitif bulgular elde edilmiştir.

Yukarıda bahsedilen çalışmalar doğrudan finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele almışlardır. Bunun yanı sıra finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye yol açarak ekonomik büyümeye katkıda bulunacağını ileri süren çok sayıda çalışma bulunmaktadır.⁴

Bu çalışmaların en önemlilerinden biri Kang ve Sawada (2000)'ya aittir. Kang ve Sawada (2000), açıklayıcı değişken olarak finansal dışa açıklığı

⁴ Bu çalışmada finansal liberalizasyon terimi hem faiz oranı üzerindeki baskıların ortadan kaldırılması anlamında iç finansal liberalizasyon, hem de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi anlamına gelen dış finansal liberalizasyon olarak geniş bir anlamda kullanılmaktadır.

içeren neoklasik ve içsel büyüme modeli analizlerine dayalı regresyon analizlerini kullanarak finansal liberalizasyonun hasıla ve toplam faktör verimliliği üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu çalışmada, finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye yol açarak, bir yandan, aracılık maliyetlerini azaltarak ve borç alma kısıtını gevşeterek diğer yandan da bilimsel ilerlemelere ve gelişmelere neden olarak insan sermayesi yatırımlarını teşvik edeceği ve ekonomik büyümeyi artıracığı ileri sürülmektedir.

Benzer bir şekilde, Levine (2001) de uluslararası finansal liberalizasyonun ulusal finansal piyasaların ve bankaların fonksiyonlarını geliştirerek ekonomik büyümeyi hızlandırıp hızlandırmadığını mevcut teorik ve ampirik çalışmalar yardımı ile analiz etmiştir. Yaptığı analizler sonucunda, Levine (2001), finansal liberalizasyon ile birlikte uluslararası portfolyo akışları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasının sermaye piyasasının likiditesini artırarak verimliliği ve böylece ekonomik büyümeyi hızlandıracağını ileri sürmüştür. Bunun yanı sıra, Levine, finansal liberalizasyon sonrasında daha büyük yabancı bankaların sermaye piyasasında var olmasının da ulusal bankacılık sisteminin etkinliğini geliştirmeye katkıda bulunacağını belirtmektedir.

Galindo, Schiantarelli ve Weiss (2005) tarafından 12 gelişmekte olan ülkede firma düzeyinde panel veri kullanarak yaptıkları çalışmada da finansal liberalizasyonun yatırım fonlarının dağılımındaki etkinliği artırdığı yolunda pozitif bulgular elde edilmiştir.

Klein ve Olivei (2008) tarafından gerçekleştirilen başka bir çalışmada da konu finansal derinlik çerçevesinden ele alınmıştır. Klein ve Olivei (2008)'in 1986-1995 ve 1976-1995 dönemleri arasındaki verileri kullandıkları çalışmada finansal liberalizasyonun finansal derinlik ve ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğuna ilişkin istatistiksel olarak anlamlı ve geçerli ilişkiler bulunmuştur. Buna göre, incelenen 20 yıllık periyotta sermaye piyasalarını liberalize eden ülkeler daha yüksek finansal derinliğe ve dolayısıyla daha yüksek ekonomik büyüme oranlarına sahip olmuşlardır. Ancak, yazarlar sermaye hesabı liberalizasyonu ile finansal derinlik arasındaki sözkonusu pozitif ilişkinin 1986 yılında büyük ölçüde OECD ülkelerinde ortaya çıktığı sonucunu bulmuşlardır. OECD ülkeleri dışındaki ülkelerde ise sermaye hesabı liberalizasyonunun finansal derinliği artırdığı yolunda çok az kanıt bulunmuştur.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi irdeleyen başka bir grup çalışma da konuyu finansal liberalizasyonun tasarruf ve yatırım kararları üzerindeki etkisi çerçevesinde ele almıştır.

Bu çalışmalardan biri Hermes (1996)'e aittir. Hermes (1996), 1982-92 dönemi için Şili'deki firmaların verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada, finansal liberalizasyonun yatırım kararları üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemiştir. Bu çalışma sonucunda, finansal liberalizasyonun Şili'de firma dışı finansman zorluklarını ve sınırlamalarını hafiflettiği yolunda pozitif bulgular elde edilmiştir.

Yine Bonfilioli (2005), 1975 ve 1999 yılları arasındaki 93 ülke verisini kullanarak yaptıkları çalışmada, uluslararası finansal liberalizasyonun ve bankacılık krizlerinin yatırım ve verimlilik üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışma sonucunda finansal liberalizasyonun toplam faktör verimliliğini artırdığı, toplam faktör verimliliğinin ise uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de büyüme oranları üzerinde pozitif etkisi olduğu bulunmuştur. Bu sonuçların yanı sıra, Bonfilioli, finansal liberalizasyonun bankacılık krizleri üzerindeki etkisini de araştırmış ve finansal liberalizasyonun küçük bir düzeyde de olsa bankacılık krizlerine neden olarak sermaye birikimi ve verimliliğe zarar verebileceğini bulmuştur. Ancak, Bonfilioli, finansal liberalizasyonla birlikte gerçekleşecek olan kurumsal ve ekonomik gelişmelerin finansal liberalizasyonun bankacılık krizlerine yol açarak neden olduğu zararları azaltacağını ileri sürmektedir. Bu şekilde, Bonfilioli, finansal liberalizasyonun verimlilik ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin daha büyük olacağını ileri sürmektedir.

Henry (2000), 1980'lerin sonlarında ve 1990'ların sonlarında sermaye piyasalarını liberalize etmiş gelişmekte olan 12 ülke verilerini kullanarak yaptığı çalışmada, sermaye piyasası liberalizasyonunun gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ampirik olarak tahmin etmeye çalışmaktadır. Bu çalışma sonucunda, bir ülkedeki sermaye piyasası liberalizasyonunun o ülkedeki hisse senedi fiyatlarını artırdığına dair pozitif bulgular elde edilmiştir. Liberalizasyon sonrasında hisse senedi fiyatlarının yükselmesinin ülkenin liberalizasyondan önceki net bugünkü değeri negatif olan bazı yatırım projelerinin liberalizasyondan sonra pozitif dönüşmesi nedeniyle ülkenin hisse senedinin maliyetinin azalmasından kaynaklandığı ileri sürülmektedir.

Shresta ve Chowdhury (2007)'nin Nepal ekonomisi için finansal liberalizasyon hipotezini spesifik olarak faiz oranının tasarruf ve yatırım üzerindeki etkisi ile test etmişlerdir. Çalışma sonucunda reel faiz oranı ile

tasarruflar arasındaki ilişkiyi Mc Kinnon-Shaw hipotezinin öngördüğü gibi pozitif olarak bulmuşlardır. Yazarlar aynı zamanda artan tasarruflar aracılığıyla reel faiz oranının yatırım üzerindeki etkisinin de pozitif olduğu bulgusuna ulaşarak, Mc Kinnon- Shaw hipotezini doğrulayan sonuçlar elde etmişlerdir.

Bu çalışmaların dışında literatürde finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi artıracığı yolundaki argümanı açıklarken dolaylı kanallara vurgu yapan çalışmalar da bulunmaktadır. Bu anlamda, finansal liberalizasyonun ülkeleri disipline edici etkisine vurgu yapan bu çalışmalardan en önemlilerinden biri Bekaert, Harvey ve Lundblad (2005)'a aittir. Bu doğrultuda, Bekaert, Harvey ve Lundblad (2005) 1981-1997 dönemini kapsayan 95 ülke örneğini ele alarak yaptıkları çalışmada hisse senedi piyasası liberalizasyonlarının yıllık reel ekonomik büyümeyi ortalama olarak %1 civarında artırmak suretiyle pozitif etkilediği yönünde bulgular elde etmişlerdir. Bu çalışmada, tamamen liberalize olmuş ülkelerle liberalizasyon deneyimi yaşamamış ülkelerin büyüme oranları arasında yaklaşık olarak % 2.2'lik bir fark tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra, hiç liberalizasyon deneyimi yaşamamış ülkelerin daha düşük okula kaydolma oranlarına, daha düşük yaşam beklentisine ve daha yüksek nüfus büyüme oranına sahip olduğu da belirtilmiştir. Ayrıca çalışmada, daha yüksek finansal gelişmişlik düzeyine, daha iyi yasal sistemlere, iyi kurumlara, yabancı yatırım için uygun koşullara sahip olan ülkelerin liberalizasyondan sonra ortalamadan daha büyük büyüme oranlarına sahip olduğu tespit edilmiştir.

Finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele alırken kurumsal faktörlerin önemine vurgu yapan çalışmalardan bir diğeri de Batiz (2001)'e aittir. Batiz (2001), sermaye hesabı liberalizasyonunun gelişmekte olan bir ekonominin uzun dönem büyüme oranı üzerine etkilerini incelediği çalışmasında liberalizasyonun büyüme üzerindeki etkisinin ülkede yolsuzluğun yaygın ya da yaygın olmaması ile ilişkili olarak pozitif veya negatif olabileceğini belirtir. Buna göre, gerçekleştirilebilecek yeniliklerin karlılığını baltalaması nedeniyle yolsuzluk sermayenin getiri oranını azaltır ve teknolojik değişme hızını düşürür. Ülkedeki yolsuzluk düzeyi yüksek olduğu zaman liberalizasyondan önceki ulusal sermaye getiri oranı dünyanın geri kalanının aşağısına düşer. Bu durumda, liberalizasyondan sonra sermaye çıkışları ortaya çıkar. Yenilikler ve teknolojik değişme oranı ve buna bağlı olarak üretim ve istihdam düşer. Bunlara bağlı olarak büyüme oranı daha düşük bir düzeyde gerçekleşir. Diğer yandan, eğer yolsuzluk düzeyi yeterince düşükse, sermaye hesabı liberalizasyonu ülkenin teknolojik

gelişmesini ve büyümesini artırır. Bu nedenle Batiz'e göre, finansal liberalizasyon gerçekleştirilmeden önce yolsuzluğu ortadan kaldıracak politikaların uygulanması ve sağlam bir kurumsal yapının oluşturulması yüksek ekonomik büyüme sağlanması açısından son derece önemlidir.

Yine, Klein (2005), 71 ülkeye ilişkin panel verileri kullanarak tahmin ettiği çalışmada, sermaye hesabı liberalizasyonunun büyüme üzerindeki etkisinin finansal liberalizasyonun uygulandığı ülkenin kurumsal çevresine bağımlı olup olmadığını araştırmıştır. Çalışma sonucunda, daha iyi kurumsal yapıya sahip olan ülkelerin finansal liberalizasyon sonucunda daha yüksek büyüme oranları elde ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki bulunduğunu ileri süren bir başka grup çalışmada ise finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ile finansal liberalizasyonun makro ekonomik istikrarsızlık yaratıcı etkisi karşılaştırılmıştır. Bu çalışmalarda finansal liberalizasyon sonucunda ekonomilerin genel olarak daha kırılgan ve dalgalı bir yapıya sahip olacağı kabul edilmekle birlikte genel olarak finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi artırıcı etkisinin istikrarsızlık yaratıcı etkisinden daha büyük olacağı ileri sürülmüştür.

Bu çalışmalardan en önemlisi, Levin ve Zervos (1996)'a aittir. Levin ve Zervos (1996), 16 gelişmekte olan ülke ekonomisinin verilerine dayanarak sermaye hesabı liberalizasyonu ile sermaye piyasasının büyüklüğü, likiditesi ve dalgalanması arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda finansal liberalizasyondan sonra sermaye piyasalarının daha büyük, daha likit ve daha dalgalı bir hale geldiği yolunda bulgular elde etmişlerdir.

Ranciere, Tornell ve Westermann (2006), 1980-2000 periyodunda 60 ülke verilerini kullanarak yaptıkları ampirik çalışmada finansal liberalizasyonun birbiriyle zıt olan iki etkisini araştırmışlardır. Bunlardan birincisi, finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde yol açtığı pozitif doğrudan etki, ikincisi ise finansal liberalizasyonun krizlere neden olması dolayısıyla neden olduğu negatif dolaylı etkidir. Yazarlar, yaptıkları ampirik araştırma sonucunda sözkonusu pozitif büyüme etkisinin, negative büyüme etkisini aşacağı yönünde bulgular elde etmişlerdir. Bu bulgulara göre, finansal liberalizasyonun yıllık büyüme oranında %1 civarında bir artışa yol açacağı öngörülmektedir.

Loayza ve Ranciere (2006) 1960-2000 dönemine ait 75 ülkenin verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada finansal liberalizasyonun kısa ve uzun

dönemde ekonomik büyüme üzerindeki etkisini test ettikleri çalışmada finansal liberalizasyonun bir yandan finansal aracılık faaliyetlerini geliştirmek suretiyle uzun dönem ekonomik büyümeyi pozitif bir şekilde artırırken, finansal kırılganlığı artırma gibi negatif kısa dönemli bir etkisi bulunduğuna işaret etmişlerdir. Ancak yazarlar finansal liberalizasyon ve finansal kırılganlık arasındaki kısa dönemli negatif ilişkinin ülkeden ülkeye farklılaşabileceğini belirtmişlerdir. Bu çalışmada finansal liberalizasyonun finansal kırılganlığa neden olma şeklindeki negatif kısa dönem etkisinin finansal olarak kırılgan ülkelerde daha fazla gözleneceği, daha istikrarlı ülkelerin ise bu etkiye daha az maruz kalacağı ileri sürülmüştür.

Lee ve Shin (2008) yaptıkları çalışmada finansal liberalizasyonun doğrudan büyüme etkisi ve dolaylı kriz etkisi olarak nitelendirdikleri iki etki aracılığıyla ekonomik büyüme üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Çalışma sonucunda finansal liberalizasyonun pozitif olan doğrudan etkisinin negatif olan kriz etkisinden büyük olduğu yolunda bulgular elde edilmiştir. Ayrıca çalışmada kriz deneyimi geçirmiş ülkelerin finansal liberalizasyondan sonra daha yüksek ekonomik büyüme oranları elde ettiğini saptamışlardır. Buna göre, finansal liberalizasyon tüm örnekte %0.92 oranında GSMH'da büyüme artışına yol açarken, bu oran kriz deneyimi geçirmiş ülkelerde %0.99 olarak bulunmuştur. Çalışmada finansal liberalizasyonun finansal kriz deneyimi yaşamış ülkelerde bile ekonominin büyümesine katkıda bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Görüldüğü gibi, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu ileri süren çalışmalarda, bu ilişki büyük ölçüde finansal liberalizasyonun finansal hizmetleri ve aracılık faaliyetlerini kolaylaştırması, tasarrufları ve yatırımları artırması ve kurumsal ve yönetsel alt yapıyı geliştirmesi gibi yararları aracılığıyla açıklanmaktadır. Her ne kadar bu çalışmalardan bazılarında finansal liberalizasyonun ekonomide kırılganlığı artırma ve krizlere yol açma gibi etkilerinin de var olduğu kabul edilse de, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi artırıcı etkisinin krizlere yol açma etkisinden daha yüksek olduğu ileri sürülmektedir. Dolayısıyla bu çalışmalarda finansal liberalizasyonun net etkisinin ekonomik büyümeyi artırma şeklinde gerçekleşeceği ileri sürülmektedir.

4.2. Negatif İlişki Bulan alışmalar ya da İlişki Bulmayan alışmalar

Finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında Mc Kinnon Shaw hipotezinin aksine herhangi bir ilişki bulunmadığını ya da negatif bir ilişki bulunduğunu ileri süren çalışmaların büyük bir bölümü, bunu finansal liberalizasyonun özellikle az gelişmiş ülke ekonomilerinde finansal istikrarsızlıklara ve krizlere neden olacağı argümanını ile açıklamaktadır. Bu çalışmaların en önemlilerinden biri Grabel (1995)'e aittir. Grabel (1995), Arjantin, Kolombiya, Venezuela, Güney Kore ve Filipinler'e ait 1963-1978 yılları arasındaki verilerden yararlandığı çalışmasında finansal liberalizasyon ile birlikte dalgalanmaların artacağı yolundaki argümanını destekleyen sonuçlar bulmuştur. Grabel'e göre finansal liberalizasyon finansal piyasaların istikrarsız olmasına ve krizlere neden olarak ekonomik büyümeyi azaltmaktadır.

Benzer bir şekilde Stiglitz (2000) de çalışmasında, Hindistan ve in gibi sermaye akışları üzerine gcl kontroller uygulayan iki büyük gelişmekte olan ülkenin zor bir global ekonomik ortama rağmen dikkate değer yüksek büyüme oranları elde etmelerini örnek olarak göstererek, finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu ne süren argümanların teorik ve ampirik açıdan yetersiz olduğunu ortaya koymuştur. Stiglitz bu çalışmada sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucunda ekonomiye akan kısa vadeli fonların ekonomide büyük istikrarsızlıklara yol açarak yatırımlar için daha az cazip bir ortam oluşturacağını ve sonuç olarak ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını ileri srmştur. Bunun yanı sıra, liberalizasyonun hükümetleri disipline edeceği yolundaki görüşün aksine, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmeye ya da varlığını sürdürmeye yönelik politikaların daha iyi bir disipline edici etkisinin olacağına işaret etmiştir.

Finansal liberalizasyonun ekonomide istikrarsızlıklara ve finansal krizlere yol açarak uzun dönem ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkide bulunduğunu ileri süren bir başka çalışma da Singh (2000)'e aittir. Singh (2002) alışmasında, son on yıl boyunca endüstrileşmiş ülkelerin zayıf performansının liberal finansal rejimin kendine özgü özellikleri ile yakından ilişkili olup olmadığını araştırmıştır. Çalışma sonucunda, finansal liberalizasyon sonrası ülkeler arasındaki demeler dengesi, üretim ve istihdam düzeylerinin çok sayıda sermaye kontrollerinin olduğu 1950 ve 1960'lardaki düzeyden daha düşük düzeyde bulunmuştur. Singh'in analizi sermaye hareketlerinin liberalize edildiği 1980 ve 1990'lar boyunca sanayileşmiş ülkelerin ekonomik performanslarının

beklenenin aksine kötü olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, Singh sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun hızlı bir ekonomik büyümeye yol açmaktan çok ekonomik ve finansal krizlere ve istikrarsızlara yol açtığını ve dolayısıyla daha düşük yatırım düzeyine yol açarak uzun dönem ekonomik büyümeyi azalttığını ileri sürmektedir.

Arestis and Demetriades (1997)'in finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme ve finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test ettikleri çalışmalarında da, Mc Kinnon ve Shaw hipotezinin öngörülerinin aksine finansal baskılamamanın finansal gelişme ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi bulunduğu ileri sürülmüştür.

Yine Arestis (2004-5) de benzer bir şekilde, 1970'lerde Kolombiya, Urugay ve Venezuela, 1970'lerin sonunda Malezya, Arjantin, Brezilya, Şili, 1980'lerin başında Türkiye ve İsrail, Filipinler, Endonezya, 1990'larda Tayland, Malezya ve Güney Kore gibi ülkelerin finansal liberalizasyon uygulamalarından hareketle finansal liberalizasyon politikalarının ekonomi üzerinde istikrarsızlık yaratıcı sonuçlar yarattığını tespit etmiştir. Buna göre, finansal liberalizasyon sonucunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri üzerinde sürekli olarak tekrar eden krizler, düşük büyüme oranları ve yoksulluğun artması gibi sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra Arestis'e göre, Mc Kinnon ve Shaw hipotezinin öngördüğü gibi finansal liberalizasyon sonucunda ortaya çıkan yüksek faiz oranları tasarrufları ve bu şekilde yatırımları artırmadı. Finansal liberalizasyon sonucunda sadece yabancı tasarruflar diğer bir deyişle dış borç düzeyinde artış gerçekleşti. Kısa vadeli spekülasyon faaliyetleri artarken, uzun vadeli verimli yatırımlarda bir azalma gerçekleşti. Dolayısıyla, Arestis'e göre finansal liberalizasyon sonucunda Mc Kinnon ve Shaw hipotezinin ileri sürdüğünün aksine ülke ekonomisi makro ekonomik istikrarsızlıklara ve finansal krizlere açık hale geldi (Arestis, 2004-5: 268).

Tswamuna, Pardee ve Wunnava (2007) tarafından yapılan diğer bir çalışmada da, sermaye piyasalarını liberalizasyona tabi tuttuğu 1994 yılından sonra Güney Afrika ekonomisinin ekonomik büyüme oranlarında meydana gelen değişiklikler incelenmiştir. Çalışma sonucunda, finansal liberalizasyonun neden olduğu sermaye akışlarının makro ekonomik oynaklıkları ve dolayısıyla yabancı yatırımcıların belirsizliklerini artırdığı ve dolayısıyla finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği yolunda bulgular elde etmişlerdir. Bu bulgulara göre, liberalizasyon sonrası dönemde yabancı portfolyo yatırımlarındaki %1'lik bir artış GSMH'yi yıllık 0.009% oranında azaltmaktadır. Ancak çalışmada, finansal piyasaların baskı

altında tutulduğu 1994 öncesi dönemde yabancı portfolyo yatırımlarının ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğine dair pozitif bulgular elde etmişlerdir. Ayrıca, yazarlar bu çalışmada sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyüme için yeterli bir koşul olmadığını ve ülkelerin liberalizasyondan yararlanabilmeleri için yabancı sermaye hareketlerini istikrarlı bir hale getirecek uygun makro ekonomik politikalar benimsemesi gerektiğine işaret etmektedir.

Arestis ve Demetriades (1997) de, finansal liberalizasyon deneyimi yaşıyan ülkelerin, finansal liberalizasyon sonucunda genel olarak reel faizlerinin aşırı bir şekilde yükselmesine ve bankaların aşırı riskli faaliyetlerde bulunmasına bağlı olarak, finansal piyasalarının aşırı dalgalandığını belirterek, finansal liberalizasyonun ekonomi üzerinde istikrarsızlık yaratıcı etkisine işaret etmişlerdir. Bunu yanı sıra, yazarlar finansal liberalizasyon sonrasında hane halkı ve firmalar tarafından ortaya çıkan aşırı kredi talebinin tasarruf oranında uygun bir artışla dengelenmediğini, sözkonusu kredilerin de büyük ölçüde tüketici harcamalarını finanse etmek için kullanıldığını ve sonuç olarak finansal liberalizasyon sonrasında ortaya çıkan yüksek faiz oranlarının tasarrufları ve yatırımları artırmadığını da tespit etmişlerdir. Arestis ve Demetriades (1997)'e göre, finansal liberalizasyon sonucunda yalnızca yabancı tasarruflar diğer bir deyişle dış borç artmıştır. Bu durum ise liberalize olmuş ekonomilerin uluslararası ekonomideki dalgalanmalara ve borç krizlerine maruz kalmalarına neden olmuştur (Arestis ve Demetriades, 1997: 790-1).

Alesina, Grilli ve Milesi-Ferretti (1993), 1950-1989 dönemi için 20 OECD ülke verilerini kullanarak sermaye kontrollerinin kurumsal ve politik belirleyicilerini inceledikleri çalışmalarında da sermaye kontrollerinin ekonomik büyümeyi azaltacağını ileri süren hipotezi doğrulayan sonuçlar bulunmamıştır.

Prasad, Rogoff, Wei ve Köse (2003) 1980-2000 dönemi için finansal olarak daha fazla liberalize olmuş ülke (MFI) olarak tanımladıkları 22 ülke ve finansal olarak daha az entegre olmuş (LFI) olarak tanımladıkları 33 ülke örneği ele aldıkları çalışma ile gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyonun bu ülkelerdeki ekonomik büyüme ve makro ekonomik oynaklıklar üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu çalışma sonucunda finansal liberalizasyonun ekonomide makro ekonomik oynaklıkları artırdığı yolunda bulgular elde etmişler ve finansal liberalizasyonun daha yüksek bir ekonomik büyümeye yol açtığını destekleyen güçlü ve sağlam kanıtlar bulamamışlardır.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi reddeden diğer bir grup çalışmada ise konu finansal liberalizasyon sonucunda yükselen reel faiz oranlarının Mc Kinnon ve Shaw hipotezinin öngördüğü gibi yatırım ve tasarruf düzeyini artırıp artırmadığı meselesi çerçevesinde incelenmiştir. Bu çalışmalardan biri Greene ve Villanueva (1991)'a aittir. Greene ve Villanueva (1991)'ın 23 gelişmekte olan ülkenin ⁵1975-87 dönemine ilişkin verileri kullanarak özel yatırımın belirleyicilerini incelediği çalışmada reel faiz oranında %1'lik bir artışın özel yatırım harcamalarını yaklaşık %0.1 oranında azaltacağı yolunda bulgular elde edilmiştir. Bu sonuç reel faiz oranındaki artışın finansal tasarruf hacmini artırarak yatırımları artıracakını ileri süren Mc Kinnon Shaw hipotezi ile çelişmektedir.

Benzer bir şekilde, Demetriades ve Devereux (1992)'un 1961-90 yıllarına ilişkin 69 az gelişmiş ülke verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada da daha yüksek ulusal reel faiz oranlarının sermaye maliyeti üzerindeki etkisinin yatırılabılır fonların arzını geliştirme etkisinden daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Böylece faiz oranı liberalizasyonunun yatırım üzerindeki etkisinin negatif olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Yine, Aycan (2009)'ın 1980-2007 verilerini kullanarak Türkiye ekonomisi için test ettiği çalışmada, finansal liberalizasyon politikaları çerçevesinde faiz oranlarının artmasının tasarruf ve ödünç alınabilir fonların miktarı üzerinde pozitif bir etki yarattığı ancak yatırımlar üzerinde pozitif bir etki yaratmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu çerçevede, Aycan (2009)'un bulguları Türkiye'de finansal liberalizasyon politikalarının tasarruf artışı ile birlikte piyasada ödünç alınabilir fonların arzında artış meydana getirmekte ancak sözkonusu fonların yatırımlara dönüşmemesi sonucunu doğurmaktadır. Diğer taraftan piyasada yüksek faiz oranlarının varlığı ile ülke ekonomisini sermaye hareketleri açısından riskli bir konuma getirmekte ve ülkenin finansal krizlerle karşı karşıya olmasına neden olmaktadır (Aycan, 2009: 77).

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif bir ilişki olduğu yolundaki Mc Kinnon-Shaw hipotezine yöneltilen en önemli eleştirilerden bir diğeri de finansal liberalizasyonun fonların tasarruflar ve yatırımlar arasında daha etkin bir şekilde dağılımını sağlayacağı yolundaki argümana ilişkindir. Bu eleştirilerden en önemlilerinden biri

⁵ Bu ülkeler Arjantin, Bolivya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kosta Rika, Ekvator, Guatemala, Hindistan, Kenya, Kore, Peru Cumhuriyeti, Meksika, Pakistan, Tayland, Filipinler, Singapur, Sri Lanka, Tayland, Tunus, Türkiye, Uruguay, Venezuela ve Zimbabve'dir.

Krugman'a aittir. Krugman (1993), uluslararası finansal entegrasyonun ekonomik büyümeyi artıracığı yolundaki görüşü iki nedenle reddetmiştir. Birincisi, sermayenin iktisadi gelişme için görel olarak önemsiz bir faktör olması, ikincisi ise, teörinin öne sürdüğü gibi zengin ülkelerden fakir ülkelere büyük sermaye akışlarının transfer olmamasıdır. Krugman'a göre, gelişmekte olan bir ülkenin uluslararası finansal piyasalara entegre olması durumunda ulusal sermaye akışı artmayacak, üstelik yabancı fonlar ulusal sermaye stokunu artırırsa bile bunun uzun dönem ekonomik büyümeyi artırıcı bir etkisi olmayacaktır.

Stulz (1999) da konuyu finansal liberalizasyonun hisse senedi maliyetini azaltacağı argümanından hareketle ele almıştır. Stulz bu çalışmada finansal liberalizasyonun hisse senedi sermayesinin maliyetini üç nedenden dolayı azaltabileceğini ileri sürmektedir. İlk olarak, liberalizasyon ile birlikte firmalara yeni hissedarların yatırım yapması ile birlikte, yerel yatırımcılarda yeterince bulunmayan yetenek ve bilgiye ulaşmak mümkün hale gelecektir. İkinci olarak, liberalizasyon firma ve sermaye arz edenler arasındaki ilişkiyi daha rekabetçi bir biçime dönüştürerek sermayenin daha düşük maliyetle elde edilmesini sağlayacaktır ve son olarak liberalizasyon firmalara finansal teknolojiye ulaşma imkanı vererek firmaların fonları ve riskleri daha etkili bir şekilde yönetebilmesini mümkün kılacaktır. Ancak, Stulz'a göre göre ampirik kanıtlar bu etkinin teörinin beklediğinden daha düşük olarak gerçekleştiğini göstermektedir.

Odekon (2002), 1986-90 döneminde Türkiye'ye ilişkin verileri kullanarak, liberalizasyon sonrası dönemde imalat firmalarının yatırım harcamaları için daha fazla dışsal fon kullanacakları yolundaki hipotezi, yatırım üzerindeki içsel ve dışsal finansman kaynaklarının etkilerini ölçen yatırımın hızlandırıcı modelini kullanarak test etmiştir. Çalışma sonucunda, imalat sanayindeki firmaların söz konusu dönemde yatırımlarının finansmanı için dışsal kaynaklardan ödünç almak yerine, büyük ölçüde içsel finansmana dayandığı tespit edilmiştir.

Finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen başka bir grup çalışmada da doğrudan finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki test edilmiştir. Bu çalışmalardan biri Eatwell (1996)'e aittir. Eatwell (1996)'ın, 1960-71 dönemi için 54 ülke verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada, incelediği son on yıllık periyotta sanayileşmiş ülkelerinin zayıf performansının liberal finansal rejimin bazı özellikleri ile yakın ilişkili olup olmadığını analiz etmiştir. Eatwell, bu çalışma sonucunda, finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri süren

argümanların aksi yönünde bulgular elde etmiştir. Bu bağlamda, yatırımların GSMH'ya oranlarının 1960-1971 döneminden itibaren düşme eğilimi gösterdiği, GSMH büyümesinin ise %30- ile %60 arasında azaldığı yönünde sonuçlar elde edilmiştir.

Yine Rodrik (1998)'in, 1979-89 dönemi için 100 gelişmekte olan ülke verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Bu çalışma sonucunda, gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon ile ekonomik performansın üç göstergesi (kişi başına GSMH büyümesi, GSMH'da yatırımın payı ve enflasyon) arasında pozitif bir ilişki bulunmamıştır.

Doğrudan finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan bir başka çalışma da Yapraklı (2007) tarafından yapılmıştır. Yapraklı (2007),1990-2006 dönemine ait Türkiye'ye ilişkin üçer aylık zaman serileri kullanarak ve Aizenman (2004) tarafından yapılan araştırmayı baz alarak yaptığı çalışmada, finansal dışa açıklık⁶ ile GSMH büyüme oranı arasında negatif bir ilişki saptamıştır. Bu sonuca göre ticari dışa açıklık oranı sabitken, Türkiye'de finansal dış açıklıktaki 1 birimlik artış büyüme oranını 0.50 birim düşürmektedir.

Görüldüğü gibi finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmadığını ve negatif bir ilişki bulunduğunu ileri süren çalışmalar bunu büyük ölçüde finansal liberalizasyonun ekonomide finansal istikrarsızlıklara ve krizlere yol açtığı argümanından hareketle incelemişlerdir. Bu çalışmalarda liberalizasyon deneyimi yaşamış ülkelerin deneyimlerinden hareketle finansal liberalizasyon sonrasında ekonomide istikrarsızlıkların ve dalgalanmaların arttığı ve bunun sonucunda da ekonomik büyümenin düşük düzeylerde gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bu çalışmalara paralel bir şekilde bazı çalışmalarda da sermaye kontrollerinin ileri sürüldüğü gibi ekonomik büyümeyi azaltmadığı aksine artırdığı ileri sürülmüştür. Bunun yanı sıra, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmadığını ileri süren diğer çalışmalarda da Mc Kinnon ve Shaw hipotezinin aksine finansal liberalizasyon sonrasında yükselen faiz oranlarının tasarruf ve yatırımları artırmadığı ve finansal liberalizasyon sonrasında yatırımların finansmanında kullanılacak fonların etkin bir şekilde tahsisinin gerçekleşmediği belirtilmektedir.

⁶ Bu çalışmada finansal dışa açıklık oranı [(gayri safi özel sermaye girişi+gayri safi özel sermaye çıkışı)*100/GSMH] şeklinde hesaplanmıştır.

5. Sonuç

Sonuç olarak yukarıda sunulan ampirik ve analitik çalışmalarda finansal liberalizasyonun ekonomik byümeıı pozitif yönde etkilediği, negatif yönde etkilediği ya da etkilemediği yönünde bulgulara rastlanmaktadır. Finansal liberalizasyonun ekonomik byümeıı pozitif yönde etkilediğini ileri süren çalışmalarda, daha çok finansal liberalizasyonun finansal sistemin gelişmesini sağlayarak kaynak dağılımındaki etkinliği artıracadı ve böylece sermaye birikimine katkıda bulunacadı hususuna vurgu yapılmaktadır. Bu anlamda, finansal liberalizasyonun firmaların dış finansman ihtiyacını daha ucuz yollarla karşılamasını sağlayarak verimli yatırımlar için kaynak yaratacadı ileri sürülmektedir. Bunun yanı sıra, bu çalışmaların bir kısmında da finansal liberalizasyonun tasarrufları ve yatırımları artıracadı, ülkelerin sahip olduğu kurumsal yapıyı geliştireceği argümanı da kullanılmaktadır. Finansal liberalizasyonun ekonomik byümeıı artıracadı ileri süren çalışmaların bir kısmında finansal liberalizasyonun finansal krizlere ve istikrarsızlıklara yol açma eğiliminin varlığı kabul edilse de finansal liberalizasyonun byümeıı artırıcı etkisinin istikrarsızlık yaratıcı etkisinden daha güçlü olacadı ileri sürülmektedir.

Finansal liberalizasyonun ekonomik byümeıı negatif yönde etkilediğini ileri süren çalışmalar ise daha çok finansal liberalizasyonun ekonomideki istikrarsızlıkları ve dalgalanmaları artırarak ekonomide uzun vadeli yatırımların gerçekleşmesini engelleyeceği argümanından yola çıkmaktadır. Bu anlamda, finansal liberalizasyonla birlikte yatırımların daha çok kısa vadeli ve spekülatif yatırımlara yönlendirileceği bunun da hem ekonomideki kırılğanlıkları ve belirsizlikleri artıracadı hem de verimli alanlara yatırılacak kaynakların azalmasına neden olacadı düşünölmektedir.

Finansal liberalizasyonun ekonomik byümeıı etkileyip etkilemediği ve etkiliyorsa bu etkinin yönü konusunda farklı tartışmalar bulunsa da literatürde daha iyi kurumsal sistemlere ve daha istikrarlı ekonomik yapılaraya sahip ülkelerin finansal liberalizasyondan daha fazla yarar sağlayacadı ya da daha az zarar göreceği konusunda yaygın bir kanı bulunmaktadır. Bu noktada, finansal liberalizasyonun hızı, ülkelerin makro ekonomik performansı, finansal liberalizasyonun sıralaması ve finansal liberalizasyonla ilgili yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılması bir ülkenin finansal liberalizasyondan yararlanabilmesinin temel belirleyicileri olarak gösterilmektedir.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu ileri süren çalışmaların en zayıf yönü çok sayıda kısıtlayıcı varsayımdan hareketle konuyu ele almalarıdır. Bu varsayımlardan en önemlisi finansal liberalizasyon ile birlikte faiz oranının daha yüksek düzeyde belirleneceği ve buna bağlı olarak da tasarrufların, yatırımların ve ekonomik büyümenin artacağına ilişkindir. Burada finansal liberalizasyon sonrasında ortaya çıkan yüksek faiz oranlarının yüksek tasarruf oranlarına neden olacağı, tasarrufların tamamının reel yatırımlara kanalize olacağı şeklinde bir ön kabul bulunmaktadır. Bu ön kabuller teorinin geçerliliğini ve açıklayıcılığını önemli ölçüde azaltmaktadır.

Bunun yanı sıra, bu çalışmalarda yatırımın finansmanı girişimcilerin yatırım kararlarını belirleyen en önemli unsur olarak görülmektedir. Yatırımın finansmanı girişimcilerin yatırım kararını belirleyen önemli bir unsur olmakla birlikte girişimcilerin yatırım kararlarını belirleyen pek çok başka unsur da bulunmaktadır. Bu unsurlardan en önemlisi girişimcilerin geleceğe ilişkin kar beklentileridir. Girişimciler yatırımın gerçekleştirilmesinde kullanılacak kaynaklara çok ucuz bir şekilde erişebilme olanağına sahip olsalar bile yatırımdan gelecekte elde etmeyi umdukları kar beklentileri düşük olduğunda yatırım yapmak istemeyecektir (Arestis, 2004: 260). Dolayısıyla, finansal liberalizasyon ile birlikte yatırımın finansmanı kolaylaşsa bile yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artmayabilir. Konuya bu açıdan yaklaşıldığında finansal liberalizasyon sonucunda ortaya çıkan yüksek reel faiz oranları yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilir.

Finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi artıracaklarını ileri süren çalışmaların bir diğer zayıf yönü de finansal liberalizasyon sonrasında finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek bir takım aksaklıkları (asimetrik bilgi, ahlaki tehlike vb.) göz ardı etmeleridir (Arestis, 2004). Finansal liberalizasyon sonrasında piyasanın etkin bir şekilde işlemlerini engelleyen bu aksaklıklar finansal piyasalarda riskli ödünç alma ve verme işlemlerinin yapılmasına neden olarak finansal piyasaları kırılğan ve güçsüz bir hale getirebilir.

Diğer bir husus da, bu çalışmaların spekülasyon olgusunu dikkate almamaları ve bütün tasarrufların reel yatırımlara dönüşeceğini varsaymalarıdır (Arestis, 2004). Oysa, sermaye piyasasını liberalize etmiş ülkelerin spekülatif kısa vadeli portfolyo yatırımlarına açık hale geldiği ve sermayenin reel yatırımlardan çok spekülatif yatırımlara yönlendirildiği ampirik verilerce doğrulanan bir husustur. Bu durum,

finansal liberalizasyon sonrasında ortaya çıkan finansal hareketliliğin üretim ve istihdama dönüşmemesine neden olabilir.

Kısacası, Mc Kinnon ve Shaw hipotezine dayanarak finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi artıracaklarını ileri süren çalışmaların ampirik ve analitik açıdan tartışmalı olması büyük ölçüde bu teorinin dayandığı kısıtlayıcı varsayımlardan ve bir takım ön kabullerden kaynaklanmaktadır. Bu çalışmalarda finansal liberalizasyonun fon dağılımında etkinliği artıracak, yatırımların tasarruflar tarafından belirlendiği, bütün tasarrufların reel yatırımlara dönüşeceği örtük bir şekilde kabul edilmektedir. Finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkilemediği ya da negatif bir şekilde etkilediğini ileri süren çalışmalar büyük ölçüde bu ön kabulleri test etmektedir. Bunun yanı sıra, bu çalışmalar finansal liberalizasyon sonrasında finansal piyasaların etkin bir şekilde işlemesine engel olan aksaklıkları ve spekülasyon olgusunu dikkate alarak finansal piyasaların istikrarsızlık ve kriz yaratıcı yönlerine vurgu yapmaktadırlar.

Kaynakça

- Ağır, H., (2010). “Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi”, Ankara: BDDK Kitapları.
- Alesina, A., Grilli, V. ve Milesi-Ferretti, G.M., (1993). “The Political Economy of Capital Controls” NBER Working Paper Series 4353, <http://www.nber.org/papers/w4353>, 02.06.2009.
- Arestis, P. (2004-5). “Washington consensus and financial liberalization”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 27 (2): 251-271.
- Arestis, P. (2005). “Financial Liberalization and The Relationship Between Finance and Growth”, CEPP Working Paper No: 05/05, <http://www.landecon.cam.ac.uk/research/reuag/ccepp/publications/WP05-05>, 09.05.2010.
- Arestis, P. ve Demetriades, P. (1997). “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, *Economic Journal*, 783-799.
- Batiz, L.R. (2001). “International Financial Liberalization, Corruption, and Economic Growth”, *Review of International Economics*, 9 (4), 727-737.

- Bekaert, G. ve Harvey, C.R., (2001). "Economic Growth and Financial Liberalization", NBER Reporter, <http://www.nber.org/reporter/spring01/spring01.pdf>, 12.11.2008.
- Bekaert, G. ve Harvey, C.R., Lundblad, C., (2005). "Does Financial Liberalization Spur Growth?", *Journal of Financial Economics*, 77, 3-56.
- Bonfiglioli, A., (2005). "How Does Financial Liberalization affect Economic Growth?", Institute for International Economic Studies Seminar Papers no. 736, <http://www.iies.su.se>, 12.09.2010.
- Calderon, C. ve LIU, L., (2003). "The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, 72, 321-334.
- Demetriades, P. ve Devereux, M.P. (1992). "Investment and "Financial Repression" theory and evidence from 63 LDCs, Keele University, Working Paper in Economics, 92-16.
- Eatwell, J., (1996). "International Capital Liberalization: The Impact on World Development", CEPA Working Paper Series No:1, <http://www.newschool.edu/cepa>, 03.03.2011.
- Fischer, S., (1997). "Capital Account Liberalisation and the Role of the IMF", Paper presented at the seminar Asia and the IMF, held in Hong Kong, China, on September 19, 1997.
- Fry, M.J., (1978). "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development", *Journal of Money, Credit and Banking*, 10 (4), 464-475.
- Fry, M.J., (1995). *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Baltimore: John Hopkins University Press.
- Galindo, A., Schiantarell, F. ve Weiss, A., (2005). *Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment? Micro Evidence from Developing Countries*, Boston College Working Papers in Economics No: 625, <http://fmwww.bc.edu/EC-P/WP503.pdf>, 18.09.2011.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Economic Development*. New Haven: Yale University Press.
- Gabel, I. (1995). "Assessing the Impact of Financial Liberalization on Stock Market Volatility in Selected Developing Countries", *The Journal of Development Studies*, 31 (6), 903-917.

- Greene, J. ve Villanueva, D. (1991). "Private Investment in Developing Countries: An Empirical Analysis", Staff Papers, International Monetary Fund, 38 (1), 33-58.
- Grilli, V. ve Milesi-Ferretti, G.M. (1995). *Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls*, IMF Staff Papers No: 42, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=1334.0>, 18.09.2011.
- Gurley, J.G. ve Shaw, E.S. (1955). "Financial Aspects of Economic Development", The American Economic Review, 45 (4), 515-538.
- Gurley, J.G. ve Shaw, E.S. (1967). "Financial Structure and Economic Development", Economic Development and Cultural Change, 15(3), 257-268.
- Henry, P.B., (2000). "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", The Journal of Finance, 55 (2), 529-564.
- Hepsağ, A. (2009). "Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geerliliğinin Mc Kinnon Tamamlayıcılık Hipotezi erevesinde Sınanması: Türkiye rneği". BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, 3 (1), 63-80.
- Hermes, N., (1996). "Financial Reform and Financial İntermediation in Chile, 1983-1992", Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries, N.Hermes and R. Lensink (der), 310-336, London: Routledge.
- Kang, S.Jb ve Sawada, Y., (2000). "Financial Repression and External Openness in an Endogeneous Growth Model", Journal of International Trade and Economic Development, 9(4), 427-443.
- King, R.G. ve Levine, R., (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", Quarterly Journal of Economics, 108(3), 717-37.
- Klein, M.W., (2005). Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence, National Bureau of Economic Research Working Paper No: 11112, <http://www.wlu.ca/documents/9542/Klein.pdf>, 21.09.2010.
- Klein, M.W.,ve Olivei, G.P., (2008). "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", Journal of International Money and Finance, 27, 861-875.
- Lee, I. ve Shin, J.H. (2008). "Financial Liberalization, Crises, and Economic Growth", Asian Economic Papers, 7 (1), 106-115.

- Levine, R. ve Zervos, S. (1996). "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", Policy Research Working Paper, No. 1622, The World Bank Policy Research Department.
- Levine, R. ve Zervos, S., (1998). "Stock Market, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, 88, 537-58.
- Levine, R. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- Levine, R., (2001). "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Review of International Economics*, 9 (4), 688-702.
- McKinnon, R.I., (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: The Brookings Institution,
- Odekon, M., (2002). *Financial Liberalization and Investment in Turkey*, Briefing Notes in Economics no: 53, <http://www.richmond.ac.uk/bne>, 20.05.2007.
- Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.J. ve Köse, A., (2003). "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", *Economic and Political Weekly*, 38 (41), 4319-4330.
- Rajan, R.G. ve Zingales, L., (1998). "Financial Dependence and Growth", *The American Economic Review*, 88 (3), 559-586.
- Ranciere, R., Tornell, A. ve Westermann, F., (2006). *Decomposing The Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth*, NBER Working Paper No: 12806, http://dipeco.economia.unimib.it/persona/colombo/ecoemergenti/asignments/cap-liberalisation/Ranciere_Tornell_WestermannJBF.pdf, 12.09.2011.
- Rodrik, D., (1998). "Who needs capital account convertibility?", *Princeton Essays in International Finance*, 207, 1-10.
- Shresta, M.B. ve Chowdhury, K. (2007). "Testing Financial Liberalization Hypothesis with ARDL Modelling Approach", *Applied Financial Economics*, 17, 1529-1540.
- Singh, A., (2002). *Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No.245, http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/Ajit_Singh_Paper.pdf, 09.09.2009.
- Shaw, E.S., (1973). *Financial Deeping in Economic Development*, Cambridge: Harvard University Press.

- Stiglitz, J., (2000). "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, 28 (6), 1075-1086.
- Stulz, R.M., (1999). Globalization of Equity Markets And The Cost of Capital, NBER Working Paper Series No: 7021, http://ciber.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/CDROM_BA456_2003/Stulz_Globalization_of_equity.pdf, 09.09.2010.
- Tswamuno, D.T., Pardee, S., ve Wunnawa, P.W., (2007). "Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience", *International Journal of Applied Economics*, 4 (2), 75-89.
- Williamson, J. ve Mahar, M., (2002). Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Ankara: Liberte Yayınları.
- Yapraklı, S. (2007). "Ticari ve Finansal Dışa Açıklık İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", *Ekonometri ve İstatistik*, 5, <http://eidergisi.istanbul.edu.tr/sayi5/ieeis5m4.pdf>, (19.02.2009).
- Yeldan, E., (2004). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yentürk, N., (2003). Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yılgör, A.G., (2006). "Finansal Liberalizasyon ve Türkiye'de Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkisi", *10. Ulusal Finans Sempozyumu*, 1-4 Kasım 2006, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Yülek, M.A., (1998). Financial Liberalization And The Real Economy, Ankara: Capital Markets Board of Turkey.

