

# Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri

## Öz

Bu çalışmanın amacı, 1980 yılından itibaren Türkiye’de uygulanmaya başlayan finansal serbestleşme politikalarının, Türkiye ekonomisinde meydana getirdiği değişiklikleri incelemektir. Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra uzun sürmeyen bir refah döneminin ardından ekonomik kriz sürecine girilmiştir. Girilen ekonomik kriz sürecinden çıkmak için ortaya atılan çözüm reçeteleri, iki uç politikayı içermiştir. Bu politikalarından biri, kriz sürecinin atlatılmasında ancak devletin aktif bir rol almasıyla mümkün olacağını vurgulamıştır. Diğer politika ise kriz sürecinin atlatılabilmesinde, serbest politikaların uygulanmasının faydalı olacağını savunmuştur. Geçerli olan görüş ikinci politika olan serbestleşme politikası olmuştur ve atılan adımlar bu yönde gelişme göstermiştir. Bu çalışmada finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin ölçülebilmesi için 1992Q1-2014Q4 dönemleri arasındaki çeyrek dönem verileri kullanılmıştır. Granger nedensellik testine göre sermaye girişinden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre, sermaye girişindeki bir birimlik bir artış, ekonomik büyümeyi %0.45 oranında artırmaktadır. Yine uzun dönem eşbütünleşme analiz sonucuna göre, sermaye girişlerindeki %1’lik bir artış, ekonomik büyümeyi %0.95 oranında artırmaktadır. Ülkeye giren sermaye miktarının artırılabilmesi ekonomik büyüme için büyük önem taşımaktadır. Ancak bunun artırılabilmesi sadece ekonominin değil siyaset mekanizmasının da katkısıyla daha fazla olabilecektir.

**Anahtar Kelimeler** *Finansal Serbestleşme, Büyüme, Sermaye Girişi, McKinnon-Shaw hipotezi.*

## The Effects of Financial Liberalization on Turkish Economy

### Abstract

The objective of this study is to examine the changes in the Turkish economy caused by financial liberalization policies that have been implemented in Turkey since 1980. After the collapse of the Bretton Woods system and a short lasting relief period, an economic crisis occurred. The relief formula that was suggested for getting away from the crisis included two opposite policies. One of these policies highlighted that getting out of this crisis period is only by means of an active role by the state. The other policy advocated that the application of the liberalization policies will be effective in escaping from the crisis period. The preferred view was the liberalization policy, so the economies moved in this direction. In this study, we would like to measure of effect of financial liberalization on economic growth and for this pupose we have used quarterly data between 1992Q1-2014Q4. We have seen that there is direction of causality from capital inflow to economic growth according to Granger Causality test. According to co-integration analysis, 1 % increase leads to 0.45 % increase in economic growth. According to the results of long term co-integration analysis 1 % increase in capital inflow leads 0,95 % increasing in economic growth as well. Increase in capital inflow to the country has a great importance for economic growth. However, more increase of capital inflow can be ensured by contributions not only by the economic actors but also by political mechanisms.

**Keywords:** *Financial Liberalization, Growth, Capital Inflows, McKinnon-Shaw Hypothesis.*

**Abdullah ÖZDEMİR<sup>1</sup>**  
**Remziye DALKILIÇ<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> Doç. Dr., Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli İİBF, İktisat Bölümü Öğretim Üyesi, aozdemir@adu.edu.tr

<sup>2</sup> Bilim Uzmanı, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, remziyedalkilic@hotmail.com

## GİRİŞ

Dünyada yaşanan küreselleşme hareketleri, ortaya serbestleşme kavramını çıkarmıştır. En genel ve kısa tanımı ile liberalizasyon olarak tanımlanan serbestleşme, var olduğu sektöre göre farklı anlam kazanabilmektedir. Çalışmanın temel konusu olan finansal serbestleşme kavramı ise ulusal finans piyasalarını ayıran sınır ve kontrollerin ortadan kaldırılması ve uluslararası rekabete açılmaları olarak tanımlanmaktadır. Serbestleşme, finansal sistemleri büyük çaplı bir değişimin içine almakta ve ekonomiyi değiştirmektedir.

Serbestleşme fikri özellikle İkinci Dünya Savaşı'nı takip eden dönemde "Bretton Woods Sistemi"nin hayata geçirilmesi ve "Tarifeler Genel Anlaşması" ile birlikte uygulanmaya başlanmıştır. Bu dönem, 1970'li yılların başında Amerikan Doları ve İngiliz Sterlininin değer kaybetmelerini takiben Bretton Woods sisteminin çökmesine rağmen serbestleşme etkinliğini devam ettirmiştir. Bu nedenle 1980 yılı sonrası dönemde de uluslararası finans piyasalarının gücü serbestleşme hareketleri ve teknolojik gelişmeler sonucu artmıştır.

Özellikle gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere gelen bu sermaye hareketinin etkileri, ülkeler için temel ekonomik gösterge olan büyüme üzerindeki etkisi ile ölçülmektedir. Finansal serbestleşmeyi büyüme ile ilişkilendiren, olumlu veya olumsuz etkilerinden bahseden yaklaşımlar bu konu üzerindeki hipotezlerini yaptığı çalışmalarla desteklemektedir. Türkiye ekonomisinin finansal serbestleşme ile tanışması, beraberinde bir dizi değişiklikleri de getirmektedir. Özellikle finansal serbestleşmeye geçiş sürecinde; döviz kuru, faiz oranı, sermaye piyasaları, bankacılık faaliyetleri ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, ülkede serbestleşmenin adımlarını göstermektedir. Özellikle herhangi bir dönemde yapılan politika değişiklikleri, her ülkede aynı derecede ve aynı sonucu doğurmamaktadır. Bu gibi durumlarda politika değişikliklerinin getirdiği olumsuz etkilerden en az hasarla kurtulmak, ülkelerin gelişmişlik seviyeleri ile orantılı olmaktadır. Türkiye ekonomisinde, finansal serbestleşmeden sonra bazı dönemlerde diğer ülkelerden gelen yabancı sermaye, ülkede spekülasyon ataklara sebep olmuş ve krizlere neden olmuştur.

Bu çalışmanın temel amacı finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemek ve bu konuyu Türkiye ekonomisi penceresinden değerlendirmesini yapmaya yöneliktir. Bu amaç doğrultusunda çalışmanın birinci kısmında finansal serbestleşmenin tanımı, çeşitleri ve teorik alt yapısı ele alınmıştır. İkinci kısmında ise finansal serbestleşmenin Türkiye ekonomisindeki gelişimi ve ortaya çıkardığı etkiler ayrıntılı olarak anlatılmıştır. Çalışmanın üçüncü kısmında ise, finansal serbestleşme sonrası gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere gelen sermaye girişinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ekonometrik olarak analiz edilmiş ve yorumlanmıştır.

## 1. FİNANSAL SERBESTLEŞME

Gelişmekte olan ülkelerin mali sistemlerine yapılan müdahaleler çerçevesinde yapılan kontrol ve düzenlemeler, her ülkede farklı şekillerde sonuçlanmaktadır. Yapılan idari kontrol ve düzenlemelerin aynı, fakat sonuçların farklı olması, ülkenin temel yapı taşlarının farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik veya sosyal durum uygulanan politikaların ne derece etkili ve tutarlı olduğunu göstermektedir. 1970'li yıllardan itibaren finansal serbestleşme, başta Asya ve Latin Amerika ülkeleri olmak üzere, diğer gelişmekte olan ülkelerde, istikrar ve yapısal uyum politikalarının çıkış noktası olmaktadır. Finansal serbestleşme kavramına geçmeden önce genel olarak serbestleşme kavramının tanımlanmasına ihtiyaç vardır.

Genel olarak serbestleşme kavramı; belirli bir iş alanı veya belirli sektördeki yoğun devlet denetiminin kısıtlanması ya da ortadan kaldırılması halidir. Kavramın tanımından da anlaşıldığı gibi serbestleşme, girdiği alanı bürokrasiden tamamen veya kısmen uzaklaştırmaktadır. Bu konu üzerindeki tartışmalar, geçmişten bugüne ekonomistler ve yazarlar tarafından yapılmakta ve farklı görüşlerle zenginleştirilmektedir. Serbestleşme kavramı, sadece ekonomik bir kavram gibi görünmektedir. Ancak ekonominin sosyal hayatla iç içe olduğu gerçeği göz önünde bulundurulduğunda, kavramın aslında sadece ekonomik anlamda kalmadığı; siyasi, kültürel ve sosyal yanlarının da bulunduğu anlaşılmaktadır.

Dünya ekonomik krizinin yaşandığı 1929 yılı ile petrol krizinin yaşandığı 1970'li yıllar arasında

geçen dönemde baskın iktisadi ideoloji Keynesyen görüştür. Yani devletin ekonomiye müdahalesi gerekli görülmekteydi. Ancak bu dönemin sonunda ortaya çıkan stagflasyon sorununun ülkeler tarafından çözülememesi nedeniyle müdahalecilik fikri yerine serbestleşme kavramı kendine yeniden yer bulabilmiştir. Serbestleşmenin şekillerinden biri olan finansal serbestleşme; yerli, yabancı ekonomistler ve uzmanların araştırma konusu olmaktadır. Bu kavram her araştırmacı tarafından farklı şekillerde tanımlanabilmektedir.

Finansal serbestleşme dar ve geniş anlam olmak üzere iki şekilde ortaya çıkmaktadır. Dar anlamda, mevduat ve kredi faiz oranlarındaki devlet kontrollerinin kaldırılmasıdır. Geniş anlamda ise, nitelikleri birbirinden farklı olan kurumların faaliyetleri üzerindeki kısıtlamaların, döviz üzerindeki kontrol veya kısıtlamaların, ulusal finansal sisteme girmek isteyen yabancı şirket ya da kuruluşların karşılaştığı, yerleşiklerin yabancı finans piyasalarına girerken karşılaştığı kısıtlamaların azaltılması ya da ortadan kaldırılması şeklindedir (Williamson ve Mahar, 2002:9).

Finansal serbestleşmeyi konu alan çalışmalarda, iç finansal serbestlik ve dış finansal serbestlik kavramları üzerinde de durulmaktadır.

**İç finansal serbestlik:** “Washington Konsensüsü” olarak da adlandırılmaktadır. Uluslararası Ekonomi Enstitüsü’nden John Williamson’a göre ekonomik gelişmenin iki anahtarı vardır. Bunlar; serbest pazar ve sağlam paradır. Williamson ticareti serbestleştirip, devlet teşebbüslerini özelleştirip, bütçeyi dengeleyerek, döviz kurunu askıya alarak ekonomik kalkınmanın temellerinin atılacağını ve bunları başarmış bir ülkeye yapılan yatırımlardan yüksek kazançlar elde edilebileceğini savunmuştur (Krugman, 1995: 28-29). Yapılan çalışmalarda, genellikle önce yurtiçi piyasalardaki finansal serbestleşme sağlandıktan sonra dışa dönük finansal serbestleşmeye gidilir.

**Dış finansal serbestlik:** Dış finansal serbestlik, uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanması ve döviz kurlarının devlet müdahalesinden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesidir. Ayrıca kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmasından sonra uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi literatürde ortak bir kabul olarak bulunmaktadır (Williamson ve Mahar, 2002: 10).

## 2. FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİ

Türkiye Ekonomisi özellikle 1970’li yılların ikinci yarısından itibaren ciddi anlamda bozulmuştur. Bu bozulmanın sebebi farklı yaklaşımlara göre farklı nedenlere dayandırılmaktadır. Bazı ekonomistler özellikle Neoklasik yaklaşımı savunanlar, bu bozulmayı ekonomide var olan devlet baskısına dayandırmaktadır. 1970’li yıllarda ekonomide ortaya çıkan bu aksaklık yeni ekonomi politikalarına gereksinimi arttırmıştır. Bu kapsamda Türkiye 1980’de önemli ekonomi politikası değişiklikleri uygulamıştır. 1980 öncesinde Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşmeden bahsetmek neredeyse mümkün değildir. 1980’den önce çeşitli sebeplerle yabancı sermayenin önemi zaman zaman vurgulansa da, finansal serbestleşmenin önündeki engeller tam anlamıyla aşılanamamıştır. Fakat Türkiye Ekonomisi’nde finansal serbestleşmenin tam olarak 1989’da gerçekleştiğini söylemek mümkündür (Özel, 2012).

Türkiye ekonomisi diğer ülkeler gibi uluslararası konjonktürün de etkisiyle finansal serbestleşme politikalarını uygulamaya girişmiş, 24 Ocak 1980 kararları ile dış ticaretin serbestleştirilmesiyle başlayan dışa açılma süreci 1989 yılında 32 sayılı kararla finansal işlemlerin serbest bırakılarak her türlü sermaye akımlarının serbestleştirilmesiyle tamamlanmıştır. Ancak takip eden süreçte finansal piyasaların etkili, verimli ve yeterince derin olmamasının yanında sermaye hareketleri serbestisinin gerektirdiği koşullar yeterince sağlanamadığı için ekonomik krizler yaşanmıştır. Mali piyasalarda yaşanan istikrarsızlıklar ve ekonomik büyüme performansında meydana gelen dalgalanmalar finansal serbestleşme ve ekonomik piyasa arasındaki ilişki üzerinde tekrar düşünmeyi gerektirmiştir (Çetin, 2010: 1-2).

Ülkelerin gelişmişlik seviyesi ekonomik büyüme ile ölçülmektedir. Ekonomik büyüme bir ülkenin gelişmişlik seviyesini ölçmekle birlikte, dışarıdan gelen etkilere göre ülkenin ne derece olumsuz etkilendiği hakkında da bilgi verebilmektedir. Gelişmiş bir ülkenin büyüme oranları ve kişi başına düşen geliri yüksek olmakla birlikte, gelişmekte olan veya gelişimini tamamlamamış bir ülkede bu durum söz konusu olmamaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki değişen bir ekonomi politikasına söz konusu ülke zarar görmeden ayak uydurabilirken, Türki-

ye gibi gelişmekte olan ülke grupları, değişen ekonomi politikalarına büyüme oranından veya diğer makroekonomik göstergelerinden fedakârlık etmek zorunda kalmaktadır. Ortaya çıkan bu durum gelişmekte olan ülkelerin daha çok risk altında oldukları sonucunu ortaya koymaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin 1980'den sonraki finansal serbestlik deneyimleri, gerek faiz oranları artışının tasarrufları artırıp böylece finansal sektöre etkinlik getireceği, gerekse de yurt dışından gelen yabancı tasarrufların yatırımlar ve büyüme için kaynak sağlama konularındaki Neo-klasik görüşü eleştirenleri haklı çıkaracak yödedir. Çünkü Türkiye için söz konusu beklentilerin geçerli olmadığı yapılan birçok çalışma ile savunulmuştur. Yentürk'ün yaptığı bir çalışmaya göre Türkiye ve Meksika örneği bu durumu kanıtlamaktadır. Çalışma yurtiçi yatırımlar için yabancı kaynak girişine güvenmenin yetersiz olduğunu vurgulamaktadır. Ayrıca kamu dengesi sağlanmış olan ekonomilerde finansal serbestliğin ekonomide herhangi bir dengesizlik yaratmayacağı görüşü Meksika için geçerli çıkmamaktadır. Konuya Türkiye açısından bakılacak olursa, net dış varlık girişlerinin kamudaki dengesizliği körüklediği görülmektedir. Türkiye'de oluşan bu finansal serbestliğin getirdiği dengesizlik, ekonomik sorunları yaratabildiği gibi sosyal sorunlara da davetiye çıkarmaktadır (Yentürk, 1997:146-147).

Uluslararası sermaye akımları, yurtiçi tasarruflarla sınırlı olmaksızın toplam hasılayı artırmayı mümkün kılar. Hükümetin sabit kurların terkedilmesi halinde yabancı alacaklılara sağladığı üstü kapalı garantiler, kriz ortaya çıkıncaya kadar bankacılık sistemine yabancı sermaye girişlerinin devam etmesini sağlar. Zamanla yurtiçi finansal sektör kırılgan hale gelebilir. Kriz öncesinde sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı artar. Bankacılık sistemi borçlarını ödeyemez duruma gelinceye kadar, dış borç kanalıyla daha fazla borçlu hale gelir. Sermaye girişleri aniden durarak, tersine döner ve hasıla şiddetli bir şekilde düşer. Kriz sonrasında büyüme, yeni yabancı sermaye girişleri için yeni teşvikler verilmesine bağlıdır (Delice, 2003: 61).

Ancak gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları, ani giriş çıkışlarla ülkenin finansal şoklara karşı kırılganlığını arttırmıştır. Çünkü ülke ekonomisinde, bir yerden sonra ülkenin ekonomik performansları, sermaye akımlarına aşırı duyarlı

hale gelmektedir. Bunun örneklerini Dünya'da ve Türkiye'de görmek mümkündür. Meksika 1994, Güney Asya 1997, Rusya 1998, Brezilya 1999, Türkiye 1994-2001 ve Arjantin 2001 krizleri bu durumu açıklamaya örnek olarak sunulabilir (Eser, 2012: 1).

Türkiye 1994 kriz öncesinde, sermaye girişleri ile değerlendirilen para, bankaların uluslararası finans piyasalarından borçlanmasını sağlamış ve toplanan bu fon yurt içi kredileri olarak verilmiştir. Artan kredilerle iç pazar canlanmış ve ithalat artmıştır. Dış ticaret açığı artmış ve bu açıkların kapatılmasında sermaye akımları önem kazanmıştır. Finans piyasaları spekülasyon yabancı sermayenin denetimi altına girmiştir ve kriz kaçınılmaz olmuştur. Türkiye 2001 krizinde de bu tarihten önce yaşanan krizlerin etkileri süregelmiştir. Hızlı bir şekilde çıkan aşırı sermaye de bu etkilere eklenince 2001 krizi patlak vermiştir. Görüldüğü gibi hem dünyada hem Türkiye'de yaşanan krizlerin hepsi genel olarak tek noktada buluşmaktadır. O da yabancı spekülasyon yabancı sermaye olmaktadır. Hem dünya hem Türkiye'den verilen bu örneklerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkeler, verdikleri politika kararlarında içinde buldukları durumu da göz önünde bulundurmalı ve uzun vadede düşünmelidirler.

Çalışmanın bu kısmında finansal serbestleşmenin Türkiye Ekonomisini nasıl etkilediği seçilen değişkenler ve uygulanan ekonomik analiz yöntemleri ile ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Ekonomik analiz öncesinde Türkiye için daha önce yapılan çalışmalar incelenmiş ve bulunan sonuçların değerlendirilmesi çalışmaya eklenmiştir.

### 3. Finansal Serbestleşme Sürecinin Türkiye Ekonomisine Etkilerinin Analizi

#### 3.1. Literatür Taraması

Finansal serbestleşme Türkiye ekonomisi üzerinde özellikle makroekonomik değişkenler bazında etkili olmaktadır. 1980 yılından itibaren Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri hedef alan çalışmalar yapılmaktadır. Yapılan bu çalışmalar ampirik analizlerle desteklenmekte ve ortaya atılan görüşler söz konusu değişkenlerle kanıtlanmaktadır. 1980 yılının getirdiği politika değişiklikleri, yerli ve yabancı makalelerin yazılması ile birlikte gelişmek-

te olan ülkelerin temel ilgi alanlarından birini de finansal serbestleşme konusu yapmaktadır. Yapılan teori çalışmaları veya ampirik analizler, finansal serbestleşmeyle birlikte söz konusu ülkenin bu durumdan nasıl etkilendiğini ve ekonomi göstergeleri açısından ülkeye avantaj veya dezavantajlarının neler olduğunu göstermeye yönelik olmaktadır. Finansal serbestleşme konusu, iktisadi görüşlere göre farklı yorumlanmaktadır. Bu yüzden görüşler arasındaki fark birçok çalışma ile ispatlanmaya çalışılmıştır. Literatürde finansal serbestleşmenin etkilerinin incelendiği çalışmalar ve ulaşılan sonuçlar şu şekilde özetlenebilir.

Kar ve Pentecost (2000), yaptıkları çalışmada 1963-1995 döneminde M2Y/GSMH, Özel Sektör Kredileri/ GSMH, Banka Mevduat Yükümlülükler/GSMH, Özel Sektör Krediler/GSMH, Özel Sektör Kredileri/Toplam Yerel Krediler, Toplam Yerel Krediler/GSMH ile Kişi Başına Milli Gelirdeki Değişim değişkenlerini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü seçilmiş olan finansal gelişme göstergesine bağlı olarak değişebilmektedir. Ancak ekonomik büyüme finansal gelişmişliğin daha güçlü nedeni olmaktadır.

Ünalmiş 2002 yılında yapmış olduğu çalışmada 1970-2001 arasında geçen dönemde M2Y, Banka Mevduat Yükümlülükler, Toplam Yerel Kredilerin GSMH ya oranı ve Özel Sektör Kredileri/ Toplam Yerel Krediler ile Kişi Başına Milli Gelirdeki Değişimi analize dahil etmiştir. Yapılan çalışmada finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğu gözlemlenmiştir.

Onur 2005 yılında yaptığı çalışmasında 1980-2002 döneminde M2, İthalat+İhracat, Sermaye akımları Toplamı ve Kamu Harcamaları ile GSMH değişkenlerini analize almış ve yapılan analizde Granger nedensellik sonucuna göre GSMH 1 ve 2 yıl gecikmeli olarak finansal kalkınmanın nedeni olduğunu saptanmıştır.

Aslan ve Küçükaksoy 2006 yılında yaptıkları çalışmada, 1970-2004 arasındaki dönemde Özel Sektör Kredi Hacmi Büyüklüğü ve Reel GSYİH değişkenlerini alarak bir analiz yapmışlar ve analiz sonucunda finansal gelişmenin ekonomik büyümenin nedeni olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Gürbüz 2006 yılında yaptığı çalışmada 1990-2005 döneminde çeyrek dönem verileriyle analiz yapmıştır. Çalışmada Net Kısa Vadeli Sermaye Girişi, Özel Kesim Tüketim Talebi, Özel Kesim Yatırım Talebi, Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Bankalararası Gecelik Reel Faiz Oranı, Reel Döviz Kuru, Enflasyon Oranı, Net İhracat kalemleri değişken olarak belirlenmiştir. Yapılan analizde 3 ayrı VAR modeli tahmin edilmiştir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomide tüketim ve yatırım kararlarını olumlu çıkışların ise olumsuz etkilediği yönündedir. Ani sermaye çıkışlarının tüketim ve yatırım ortamını olumsuz etkileyerek GSYİH da daralmaya yol açtığı görülmüştür.

Tükel 2007 yılında yaptığı çalışmada 1992-2006 dönemindeki çeyrek verileri kullanmıştır. Çalışmada dış ticaret verileri, finansal açıklık ve GSMH değişkenleri analize dahil edilmiştir. Yapılan analizde büyüme oranı ile finansal açıklık arasında negatif, ticari açıklıkla pozitif yönlü ve çok kuvvetli bir ilişki bulunmuştur. Türkiye’de finansal açıklık büyümeyi olumsuz yönde etkilerken, ticari açıklık olumlu yönde etkilemektedir.

Ege vd., 2008 yılında yaptıkları çalışmada 1987-2007 dönemini ele almışlardır. Yapılan analizde ekonomik büyümenin finansal gelişmişliğin nedeni olduğu ARDL yöntemi ile kanıtlanmıştır.

Umutlu vd., 2009 yılında yaptıkları çalışmada finansal serbestleşme ile toplam oynaklık arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Koyuncu vd., 2010 yılında yaptıkları çalışmada 1990-2010 dönemi çeyrek dönemi verilerini çalışmada kullanmışlardır. Yapılan analizde değişkenlerin istikrarlı olduğu ve doğrudan yabancı yatırımların büyümeyi pozitif yönde etkilediğini kanıtlamıştır.

Özşahin 2011 yılında yaptığı çalışmada 1989-2010 dönemi çeyrek verilerini kullanmıştır. Yapılan analizde kullanılan üç farklı finansal liberalizasyon göstergesinin de ekonomik büyüme oranları üzerinde olumlu sonuçları yol açtığı görülmüştür.

Berkman 2011 yılında yaptığı çalışmada 1987-2011 dönemi aylık verilerini kullanmıştır. Yapılan

analizde finansal serbestleşmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedenselliğin varlığını ortaya koymuştur.

Söylemez ve Yılmaz 2012 yıllarında yaptıkları çalışmada 1992-2012 dönemi verilerini kullanmışlardır. Yapılan analizde sermaye akımlarından büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Sermaye girişlerindeki şoklardan fazlaca bir geçişkenlik olması nedeniyle Türkiye’de sürdürülebilir yüksek büyüme ve kişi başına gelir hedeflerine ulaşabilmesi açısından yurt dışı sermaye akımlarına bağımlılığın azaltılması gerektiğine ulaşılmıştır.

Doğan 2014 yılında yaptığı çalışmada 1984-2010 dönemi verilerini kullanmıştır. Yapılan analizde iki ayrı uygulamada da doğrudan yabancı yatırımların ülkenin ekonomik büyüme hızına olumlu bir yansımalarının olmadığı görülmektedir.

### 3.2. Veri Seti ve Araştırma Yöntemi

Finansal serbestleşmenin Türkiye’nin ekonomisi üzerindeki etkilerini, özellikle büyüme oranı üzerindeki etkisini belirleyebilmek için ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Çalışmada TCMB’nin elektronik veri dağıtma sisteminden (EVDS) alınan veriler kullanılmıştır. Çeyrek verilerle yapılan analizde, serbestleşmenin etkilerinin daha net olarak ortaya çıktığı, 1992Q1-2014Q4 dönemleri arasındaki veriler kullanılarak çalışma yapılmıştır. Modelde bağımlı değişken olarak Türkiye’nin büyüme oranı, bağımsız değişken olarak ise sermaye girişi değişkeni kullanılmıştır. Sermaye girişi verisi oluşturulurken, finansal serbestleşmeden sonra ülkeye gelen Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Yatırımları toplamı alınmıştır. Büyüme oranını bulmak için kullanılan sabit fiyatlarla GSYİH verileri kullanılmıştır. Sermaye girişi verisi, milyon dolar cinsinden cari fiyatlarla GSYİH’ya bölünerek sermaye girişinin GSYİH içindeki payı bulunmuştur. Analize başlarken serilerde mevsimsel etkiler bulunmadığı için, herhangi bir mevsimsel etkiden arındırılma işlemi uygulanmamıştır. Çalışmada yürütülen ekonometrik yöntem zaman serisi analizine dayanmaktadır. Zaman serisi analizlerinde en önemli koşullardan birisi serilerin du-

rağan olmasıdır. Çünkü durağan olmayan zaman serileri ile oluşturulan modeller iktisadi anlamda gerçekçi ve sağlıklı sonuçlar vermemektedir. Analizde  $g$ =growth (Büyüme) (%),  $sg$ =sermaye girişi/GSYİH (%) olarak kısaltılmıştır.

### 3.3. Birim Kök Testleri

Durağanlığın sınanması için uygulanabilecek yöntemler; serinin zaman yolu grafiğini çizip incelemek veya birim kök testlerini yapmaktır. Durağan bir zaman serisinin sabit bir uzun dönem ortalaması ve zaman içinde değişim göstermeyen sonlu bir varyansı bulunmaktadır. Durağan olmayan bir serinin ise uzun dönem ortalaması olmadığı gibi varyansı da zamana dayanır. Bu durumda en küçük kareler yöntemi, t-testi ve f-testi gibi yöntemlerin uygulanması anlamsız hale gelir (Cicioğlu, 2009:187).

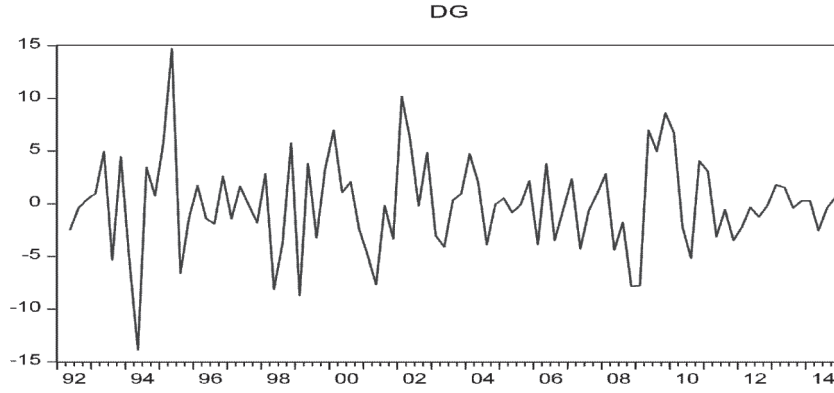
Analizde iki farklı birim kök testi uygulanarak, serilerde birim kökün olup olmadığı araştırılmıştır.

#### 3.3.1. Augmented Dickey Fuller Testi (ADF)

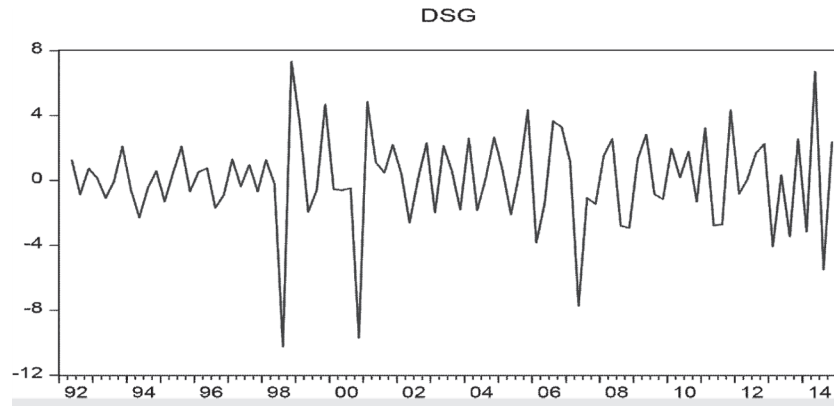
Çalışmada kullanılan büyüme oranı ve sermaye girişi veri setlerinin E-views programında durağanlığı sınanmıştır. Serilerde mevsimsel etki görülmediğinden mevsimsel etkilerden arındırılma işlemi gerçekleştirilmemiştir. Büyüme oranı ve sermaye girişinin düzey değerlerinde durağan olmadıkları tespit edilmiştir. Bu yüzden birinci dereceden farkları alınarak, birinci dereceden entegre olmuş seriler oluşturulmuştur. 1992Q1 den 2014Q4 e kadar olan dönemdeki veriler kullanılmıştır. Serilerde negatif değerler bulunduğu için serilerin logaritması alınmamıştır. Durağanlığın sınanmasında en kolay yöntem serilerin, E-views’de grafiklerinin çizilmesidir. Çizilen grafikler artan veya azalan bir trende sahip ise, serilerin durağan olmadıkları sonucuna ulaşılır. Serilerin grafiklerinde trend yoksa ve grafiğe hayali yatay bir çizgi çekildiğinde, eğer bütün dalgaları kesiyorsa, söz konusu serilerin durağan olduğunu söylenebilir.

Analizde kullanılan verilerin zaman serisi grafikleri aşağıdaki gibidir;

Grafik 1. Büyüme Oranı Grafiği



Grafik 2. Sermaye Girişi Grafiği



Bağımlı değişken olan büyüme oranının birinci dereceden farkı alınarak elde edilen bu grafikte, değerlerin belli bir doğru etrafında dalgalandıkları görülmektedir. Böylece birinci dereceden entegre olan büyüme oranı değişkeninin durağan olduğu ortaya çıkmaktadır.

Bağımsız değişken olan sermaye girişinin birinci dereceden farkı alınarak oluşturulmuş 2 numaralı grafik, sermaye girişi değişkeninin durağan olduğunu göstermektedir.

Veri setlerine uygulanan ADF birim kök testi sonuçları aşağıdaki Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1’de verilen g: Büyüme oranı,  $\Delta g$ : Büyüme oranının birinci dereceden farkı, SG: Sermaye girişi,  $\Delta SG$ : Sermaye girişinin birinci dereceden farkını göstermektedir. Köşeli parantez içindeki değerler Akaike Bilgi Ölçütü kullanılarak belirlenmiş gecikme sayısını ifade etmektedir. 1992Q1-2014Q4 çeyrek verilerle çalışıldığı için analizi yaparken maximum gecikme uzunluğu (maxlag) 5 olarak alınmıştır. Tablodan da görüldüğü gibi iki değişkenin de düzey değerlerindeki ADF test istatistik değerleri %1 ve %5 kritik değerlerinden

mutlak değer olarak küçük çıkmıştır. Bu yüzden serilerin düzey değerlerinde birim kökün varlığı tespit edilmiştir. Yani serilerin düzey değerlerinde durağan olmadığı görülmektedir. Birinci dereceden farkları alınan iki serinin ADF test istatistik değerinin mutlak değerce %1 ve %5 kritik değerlerinden büyük olduğu ve serinin durağan hale geldiği görülmektedir.

### 3.3.2. Philips Peron Testi (Pp)

Dickey-Fuller Testi hata terimlerinin istatistiksel olarak bağımsız olduklarını ve sabit varyansa sahip olduklarını varsaymaktadır. Bu yöntem kullanılırken hata terimleri arasında korelasyon olmadığına ve sabit varyansa sahip olduklarına emin olmak gerekmektedir. Phillips ve Perron (1988) Dickey-Fuller’in hata terimleri ile ilgili olan bu varsayımını genişletmişlerdir.

Analizde kullanılan büyüme oranı ve sermaye girişi değişkenlerine bir diğer birim kök testi olan PP testi uygulanmıştır. Her iki serinin de düzey değerlerine ve birinci farklarına ilişkin sonuçlar rapor edilmiştir.

Büyüme ve sermaye girişi değişkenlerine uygulanan PP testinin sonuçları aşağıdaki Tablo 2’de gösterilmiştir;

PP testinin sonuçlarına bakıldığında büyüme oranı (G) ve sermaye girişi (SG) serilerinin düzey değerlerinde durağan olmadıkları görülmektedir. PP test istatistik değerleri, düzeyde her iki serideki kritik değerlerden küçük çıkmıştır. G ve SG serileri düzey değerlerinde durağan olmadıkları için serilerin birinci dereceden farkları alınmıştır. Birinci dereceden entegre olan serilerde çıkan PP test istatistik değerleri, baz alınan kritik değerlerden büyük çıkarak durağanlaşmıştır. Köşeli parantez içinde yazılı olan değerler, PP testi için Newey-West ölçüsü kullanılarak tespit edilmiş bant genişliğini göstermektedir. Aynı zamanda  $\Delta$  sembolü serilerin birinci dereceden farklarının alındığını ifade etmektedir. Ayrıca hem düzeyde hem de farkı alınmış serilerde hangi test biçiminin kullanılacağına serilerin grafiklerine bakılarak karar verilmiştir. Böylece iki serinin de düzey değerlerinde sabit terimli ve trendli regresyon denklemi, birinci farklarında ise sabit terimli ve trendin olmadığı regresyon denklemleri kullanılmıştır. Tablodan çıkarılacak genel sonuç, her iki serinin de ADF testinde olduğu gibi düzey değerlerinde durağan olmadıkları fakat birinci dereceden farkları alındığında serilerin durağan oldukları, yani birim köke sahip olmadıklarıdır.

### 3.4. Nedensellik Analizi

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü belirleyebilmek için Granger (1969) nedensellik testi uygulanmıştır. Granger nedensellik testi yapılabilmesi için aşağıdaki denklemlerden yararlanılmaktadır.

$$\text{Denklem (1): } X_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m \beta_i Y_{t-i} + u_t$$

$$\text{Denklem (2): } Y_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^m \theta_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \delta_i X_{t-i} + u_t$$

Denklem (1) X’in bugünkü değeri üzerinde, X’in geçmiş değerlerinin yanında Y’nin geçmiş değerlerinin de anlamlı bir etkisinin olup olmadığını araştırmaktadır. Eğer anlamlı bir etki söz konusu ise Y X’in bir Granger nedenselidir sonucuna ulaşılmaktadır. Yani Y’den X’e doğru bir nedensellik ilişkisi vardır.

Denklem (1) de  $\beta_i$ ’lerin grup halinde sıfıra eşit

olup olmadığına bakılır.  $\beta_i$  ler sıfırdan anlamlı düzeyde farklı ise  $Y \rightarrow X$  bir nedensellik vardır.  $\delta_i$ ’ler sıfırdan anlamlı düzeyde farklı ise  $X \rightarrow Y$  bir nedensellik vardır. Eğer her ikisi de varsa; bu değişkenler arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi vardır. Eğer ikisi de yoksa; bu değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisi yoktur.

Gecikme uzunluğunu belirlemek için durağanlığı daha önce belirlenmiş olan g ve SG değişkenleri ile yapılan analizde gecikme uzunluğu dört (4) olarak alınmıştır. Sonuçlar Tablo 3’de gösterilmiştir.

Tablo 3’den de görüldüğü gibi büyümeden sermaye girişine olan nedensellik araştırmasında olasılık değeri 0.05 den büyük çıkmıştır. Sermaye girişinden ekonomik büyümeye doğru olan nedensellik araştırmasında ise olasılık değeri, 0.05 den küçük çıkmıştır. Böylece sermaye girişinden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu görülmektedir.

### 3.5. Eşbütünleşme Analizi

Model aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir.

$$G_t = \alpha_0 + \alpha_1 SG_t + u_t$$

$$G_t = 3.06 + 0.45 SG_t + u_t$$

$$(0.20) \quad (0.76)$$

$$[2.28] \quad [4.02]$$

Parantez içerisindeki değerler değişkenlerin standart hatasını, köşeli parantez içerisindeki değerler ise ait oldukları değişkenlerin t- istatistik değerlerini göstermektedir. Denklemden görüldüğü gibi serilerin ham haliyle yapılan regresyon analizinde, sermaye girişindeki bir birimlik bir artış, ekonomik büyümeyi %0.45 oranında arttırmaktadır. Model için Engle-Granger eşbütünleşme testi sonuçları Tablo 4’de verilmiştir.

Tablo 4’de yer alan olasılık değeri 0.01 den küçük olduğu için seriler arasında %1 anlamlılık düzeyine göre eşbütünleşme vardır. Olasılık değerinin 0.05 den küçük çıkması seriler arasında eşbütünleşmenin olduğunu desteklemektedir.



### 3.5.1. Uzun Dönem Analizi

Uzun dönem analizi serilerin düzey değerleri ile yapılmaktadır. Model DOLS (Dynamic Ordinary Least Square-Dinamik En Küçük Kareler) ile tahmin edilmiş ve elde edilen sonuçlar Tablo 5’de gösterilmiştir. Ayrıca Türkiye ekonomisinde yaşanan krizler kukla değişken olarak modele dâhil edilmiştir.

Tahmin edilen model şöyledir;

$$G_t = 4.55 + 0.95SG_t - 1.52K_{1994} - 0.80K_{2001} - 2.82K_{2008} + ut$$

$K_{1994}$  kuklası 1994 yılı 1, diğer yıllar 0 değeri verilerek oluşturulmuştur. Benzer şekilde 2001 ve 2008 yıllarında da ilgili yıl değerleri 1, diğer yıllar 0 değeri verilerek oluşturulmuştur. Modelde görüldüğü gibi kullanılan kriz kukla değişkenleri regresyon denkleminde sahip olduğu katsayıları ile kriz dönemlerinde büyümenin negatif etkilendiği gözlemlenmiştir. Analiz sonuçlarına göre sermaye girişlerindeki %1’lik bir artış, ekonomik büyümeyi %0.95 oranında arttırmaktadır. Bu değer istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca beklentilere uygun olarak yaşanan ekonomik krizler ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir.

### 3.5.2. Kısa Dönem Analizi

Kısa dönem analiz, farkı alınarak durağanlaştırılmış seriler ve uzun dönem analizinden (kukla değişkenlerin de kullanıldığı) elde edilen hata terimi serisinin bir dönem gecikmesinin

( $ECT_{t-1}$ ) kullanılmasıyla gerçekleştirilmiştir.

Tahmin edilen model aşağıdaki gibidir;

$$\Delta G_t = -0.04 + 0.18\Delta SG_t - 0.29ECT_{t-1} + ut$$

Modelin sonuçları Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6’daki sonuçlara göre modelin hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır. Uzun dönemde birlikte hareket eden seriler arasında, kısa dönemde meydana gelen sapmalar ortadan kalkmakta ve seriler tekrar uzun dönem denge değerine yakınsamaktadır. Bu durum yapılan uzun dönem analizinin güvenilir olduğuna bir kanıt oluşturmaktadır.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

1970’li yıllarda BrettonWoods sisteminin çökmesi üzerine sermayenin dünya çapında serbestçe dolaşımının önündeki engeller kaldırılmaya başlanmıştır. Finansal serbestleşme programı ile dışarı açılan gelişmekte olan ülkeler, bu sermaye akımlarından yararlanmaya başlamıştır. Başlangıçta ABD, Japonya ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde başlayan bu hareket IMF önerileri ile Latin Amerika Ülkeleri ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler tarafından benimsenmeye başlanmıştır. Ancak gelişmekte olan ülkelerin kendi sosyal, kültürel ve ekonomik özellikleri, kısacası yapısal özellikleri, bu sistem değişikliğine gelişmiş ülkelerin verdiği cevap kadar başarı sağlayamamıştır. Eğer bir ülke ekonomik gelişme yönünde belli bir aşamaya gilememişse, o ülkede uygulanan sistem ve politika değişiklikleri beklenenin yönünde cevap veremeyebilmektedir. Bu yüzden ekonomik büyümesi yeterli olmayan ve mali disipline sahip olmayan bu gibi ülkelerde politika değişikliklerinde ülkenin yapısal özellikleri de dikkate alınmalıdır.

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme döneminde ekonomik büyüme ile sermaye girişleri arasında ilişki ekonometrik yöntemlerle analiz edilmiştir. Yapılan analizde kurulan regresyon denkleminde literatürdeki sonuçlara uygun sonuçlar çıkmıştır. Sermaye girişlerinin Türkiye’de ekonomik büyümeyi %0.95 gibi ciddi bir oranda arttırdığı tespit edilmiştir. Diğer taraftan çalışmada, sermaye girişi ve büyüme serileri arasındaki nedensellik ilişkisi sorgulanmıştır. Engle-Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, finansal serbestleşme döneminde Türkiye ekonomisinde sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye doğru bir nedenselliğin olduğu tespit edilmiştir. Ancak büyümeden sermaye girişine doğru bir nedenselliğin olmadığı görülmüştür. Eşbütünleşme uzun dönem analizinde kullanılan kriz kukla değişkenleri ile birlikte tahmin edilen modelde, sermaye girişlerindeki oynaklığın büyümeyi etkilediği gösterilmiştir.

Ekonometrik analizin bulguları olan sermaye girişi-büyüme serilerinin birbirlerine fazlasıyla benzeşmiş olması, ayrıca sermaye girişinden büyümeye tek yönlü bir nedenselliğin olması ve sermaye girişindeki şoklardan büyümeye fazlaca bir geçişkenlik olması sebebiyle, Türkiye’de arzu edilen sürdürülebilir yüksek bir büyüme için yurt

dışı sermaye akımlarına olan talebin azaltılmasını gerektiğini ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden Türkiye'nin büyümenin finansmanında var olan modelini sorgulaması ve yeni büyüme stratejileri geliştirmesi gerekmektedir. Böylelikle sermaye akımlarının ortaya çıkardığı oynaklıktan etkilenmesi söz konusu olmamaktadır. Oynaklığı düşük bir büyüme politikası, ülke ekonomisi için daha sürdürülebilir ve daha anlamlı olmaktadır.

Ülkeye yabancı sermayenin çekilebilmesi sadece ekonomik düzenlemeler ile mümkün olamamaktadır. Çünkü yabancılar cazip kazanç oranları yanında ılımlı bir siyasi yapının da olmasını gerekli görmektedir. Bu nedenle ülkedeki ekonomik yapı kadar, siyasi yapının da yabancı sermayenin gelişimini artırarak karşı tarafa gerekli güveni sağlamaları gerekmektedir.

### Kaynakça

ASLAN, Özgür ve KÜÇÜKAKSOY, İsmail; (2006), *Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama*, İÜ İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 4, ss. 12-28.

BERKMAN, Ayberk Nuri; (2011), *Finansal Liberalizasyonun Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Türkiye Üzerindeki Etkileri*, Yayınlanmamış Doktora tezi, Çukurova Üniversitesi SBE, Adana.

CİCİOĞLU, Şükrü; (2009), *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Finansal Derinlik Ve Baskınlık Analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, İstanbul.

ÇETİN, Mehmet; (2010), *Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği*, Dokuz Eylül Üniversitesi, SBE, İktisat ABD, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

DELİCE, Güven; (2003), *Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif*, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, ss. 57-81.

DOĞAN, Burcu; (2014), *Finansal Liberalizasyon Altında Yatırım: 1980 Sonrası Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi SBE, Çorum.

EGE, İlhan; NAZLIOĞLU, Şaban; BAYRAKDAROĞLU Ali; (2008), *Financial Development And Economic Growth: Cointegration And Causality Analysis For The Case Of Turkey*. March Working Paper Series, 4, pp. 1- 16.

ESER, Kezban Akyol; (2012), *Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekono-*

*misine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları*, Maliye Bakanlığı, Mesleki Yeterlilik Tezi, Ankara.

GÜRBÜZ, Rana; (2006), *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi SBE, Mersin.

KAR, Muhsin and PENTACOST, Eric J; (2000), *Financial Development And Economic Growth in Turkey: Further Evidence On The Causality Issue*. Lough Borough University Economic Research Paper, 00/27, pp. 1-21.

KOYUNCU, Turan Fatma ve TEKELİ, Seda; (2010), *1990 Sonrası Dönemde Türkiye'de Dış Borç Stoku Üzerinde Etkili Olan Ekonomik Faktörlerin Analizi*. Ekonomi Bilimleri Dergisi, 2 (1), ss. 123- 130.

KRUGMAN, Paul; (1995), *Dutch Tulips and Emerging Markets*. Foreign Affairs, July/August Issue. <http://homes.ieu.edu.tr/~ibagdadi/INT230/KrugmanDutchTulipsandEmergingMarkets.pdf>, 15.05.2015.

ONUR, Sara; (2005), *Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki*. ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 1 (1), ss. 127-151.

ÖZEL, Hasan Alp; (2012), *Türkiye Ekonomisinde Ticari ve Finansal Serbestleşme Teori ve Politika* (1. Baskı), Kriter Yayınevi, İstanbul

ÖZŞAHİN, Şerife; (2011), *Türkiye Ekonomisi'nde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşiminin ARDL Yöntemi İle Analizi*, Yayınlanmamış Doktora tezi, Selçuk Üniversitesi SBE, Konya.

SÖYLEMEZ, Orçun Arif ve Yılmaz, Ahmet; (2012), *Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi- Büyüme İlişkisi*. Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, 33(2), ss. 47-66.

TÜKEL, Özge; (2007), *Finansal Serbestleşmenin Türkiye'nin Ekonomik Performansı Üzerine Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans tezi, Marmara Üniversitesi SBE, İstanbul.

ÜNALMIŞ, Deren; (2002), *The Causality Between Financial Development And Economic Growth: The Case of Turkey*, Working Paper, 3, pp. 1-12.

WILLIAMSON, John and MAHAR, Molly; (2002), *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme* (Çev. G. Delice), Liberté Yayınları No 108/17.

YENTÜRK, Nurhan; (1997), *Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri*, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, 8 (27), ss. 131-156.

UMUTLU, Mehmet, AKDENİZ, Levent, ve Altay, Aslıhan Salih; (2010), "The Degree of Financial Liberalization and Aggregated Stock-Return Volatility in Emerging Markets" *Journal of Banking and Finance*, 34, pp. 509-521.

Tablo 1. ADF Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	Kritik Değerler	
		%1	%5
G	-3.29 [4]	-4.06	-3.46
$\Delta g$	-8.23**[3]	-2.59	-1.94
SG	-1.59 [3]	-4.06	-3.45
$\Delta SG$	-6.73[4]	-3.50	-2.89

\*\*\*%1 anlamlılık düzeyini işaret etmektedir.

Tablo 2. PP Testi Sonuçları

Değişken	PP Test İstatistiği	Kritik Değerler	
		%1	%5
G	-3.34 [3]	-4.06	-3.45
$\Delta g$	-9.20 [2]	-3.50	-2.89
SG	-3.43 [4]	-4.06	-3.45
$\Delta SG$	-5.23 [2]	-3.50	-2.89

Tablo 3. Nedensellik Analizi Sonuçları

Boş Hipotez	F İstatistiği	Olasılık Değeri
$g \nrightarrow SG$	0.32	0.85
$SG \nrightarrow g$	2.67	0.03

Tablo 4. Eşbütünleşme Analizi Sonuçları

ADF Test İstatistiği	Olasılık Değeri
-3.322455	0.0002

Tablo 5. Eşbütünleşme Uzun Dönem Analizi Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	T istatistiği	Olasılık değerleri
Sg	0.95	1.82	0.07
K1994	-1.52	-0.71	0.47
K2001	-0.80	-0.28	0.77
K2008	-2.32	-0.98	0.32
Sabit terim	4.55	3.22	0.001
R2	0.23	JB	5.64(0.06)

Tablo 6. Eşbütünleşme Kısa Dönem Analizi Sonuçları

<b>Değişken</b>	<b>Katsayı</b>	<b>t<sub>ist</sub></b>	<b>Olasılık Değerleri</b>
DSG	0.18	1.37	0.17
ECT(-1)	-0.29	-3.85	0.0002
C	-0.04	-0.05	0.95
R2	0.20	DW	1.84