

TÜRKİYE'DE FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

Ayberk Nuri BERKMAN*

Özet

Bu çalışmada, McKinnon-Shaw'ın finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme ve gelişmeyi sağlayacağı savının uygulandığı 1987 - 2011 arasındaki 25 yıllık süreç içerisinde Türkiye açısından geçerliliğinin sınanmasının yanı sıra aralarındaki nedenselliğin araştırılması amaçlanmıştır. Üç aylık verilerin kullanıldığı analizlerde, reel gayrisafi yurtiçi hâsıla, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Diğer yandan, finansal liberalizasyonu temsil etmek üzere dört değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenler, geniş tabanlı para arzının (M2Y) gayrisafi yurtiçi hâsılaya oranı, ticari açıklık oranı, yurtiçi kredi hacminin milli gelire oranı, özel sektöre verilen banka kredilerinin milli gelire oranı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası işlem hacminin milli gelire oranıdır. Çalışmada, Johansen eşbütünleşme testleri, hata düzeltme modeli ve nedensellik analizlerinden faydalanılmıştır. Buna göre, Türkiye'de finansal liberalizasyondan ekonomik büyümeye doğru bir nedenselliğin varlığı belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Liberalizasyon, Ekonomik Büyüme, Milli Gelir

The Relationship Between Financial Liberalization and Economic Growth in Turkey

Abstract

The aim of this study is to investigate the relationship between financial liberalization and economic growth for 25-years period between 1987- 2011 in Turkey with respect to McKinnon and Shaw's hypothesis. In the analysis, quarterly values of real gross domestic product are utilized as a proxy for economic growth. On the other hand, four variables are used as proxies for financial liberalization. These variables are, the ratio of M2Y to GDP, the trade openness ratio, ratio of domestic credit volume to national income, the ratio of Istanbul Stock Exchange trading volume to national income. Johansen cointegration, error correction and causality methods are applied. Furthermore, direction of the interaction between financial liberalization and economic growth is detected to be from financial liberalization toward economic growth in Turkey.

Key Words: Financial Liberalization, Economic Growth, National Income.

* Arş.Gör., Çukurova Üniversitesi, İktisat Bölümü, Adana, aberkmn@cu.edu.tr

GİRİŞ

1970'lerden sonra küreselleşme olgusuna eşlik eden özelleştirme, deregülasyon, liberalizasyon ve küresel entegrasyon gibi neo-liberal politikalar ülkelerin ekonomik politikalarını belirleyen temel unsurlar haline gelerek yoğun biçimde uygulanmıştır. Bu politikalardan en göze çarpanı finansal liberalizasyon, en dar anlamıyla, bankacılık ve diğer finansal araçlar üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıdır. 1980'lerden itibaren ülkeler finansal liberalizasyon yardımıyla küresel dünya ekonomisiyle uyum ve bütünleşme sağlamaya başlamışlardır. Bunun getirdiği bir sonuç olarak, piyasa araçları çeşitlenmiş, dolaşımdaki fon miktarı büyük ölçüde artmış, yeni finansal piyasalar geliştirilmiş, teknoloji ve iletişim alanındaki yenilikler finansal işlemlerin uluslararası düzeyde ve çok daha az işlem maliyetiyle gerçekleştirilmesini sağlamıştır (Yıldırım, 2006:2).

Ekonomik büyüme, bir ülkenin üretimini ve dolayısıyla da milli gelirinin artışını ifade eder. Bir ülkede kişi başına düşen milli gelirin bir yıldan diğer yıla artış gösteriyor olması, o ülke ekonomisinin büyüdüğü anlamına gelmektedir. Kişi başına düşen milli gelirin artış oranı, bir ülkedeki üretim olanaklarının ne derece arttığını ifade etmektedir. Ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için gerekli olan daha fazla yatırım ancak yatırımların kaynağı olan tasarrufların artırılmasına bağlı olacaktır. Bir ülkede yatırım oranının tasarruf oranı artışına bağlı olduğundan dolayı, tüm diğer şartlar sabit kalmak şartıyla, büyüme hızı da o denli yüksek olacaktır (Dinler, 2006:564-565).

Ekonomik büyümeyi önemli ölçüde etkileyen tasarrufların sağlanabilmesi ise gelişmiş bir finansal sistemin varlığına bağlıdır. Tasarruf sahiplerine güvenli bir yatırım ortamı, likidite ve makul oranda bir getiri sağlanması, tasarrufların ekonomiye aktarılması için gerekli koşullardır. Gelişmiş bir finansal sistemin varlığı, tasarrufların ekonomiye yönlendirilmesi için önemlidir. Ancak finansal liberalizasyonun nasıl ölçüleceği konusunda bir fikir birliği mevcut değildir. Farklı çalışmalar ve farklı kurumlar, finansal liberalizasyonu ölçmek için değişik kıstaslar kullanabilmektedir. Örneğin, hisse senedi ve tahvil-bono piyasalarının gelişmişliği; toplam piyasa kapitalizasyonu ve piyasa işlem hacmi gibi ölçütler ile değerlendirilebilir. Diğer yandan, bankacılık sisteminin gelişme düzeyi ise, toplam kredilerin ve toplam mevduatların milli gelire oranlanması yoluyla ölçülebilir. Bunlara farklı ölçütlerin eklenmesi mümkündür.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki birçok araştırmaya konu olmuştur. Bu 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 bir ilişkinin varlığını ileri süren yaklaşımlar, bu ilişkiyi daha çok temeli McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'ün çalışmalarına dayanan neo-liberal argümanlarla açıklamaya çalışmaktadır. McKinnon ve Shaw söz konusu

çalışmalarda, yüksek tasarruf ve yatırım oranları sağlayan ve en iyi teknolojilerin kullanılmasına imkân veren finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etken olduğunu ileri sürmektedirler (McKinnon, 1973: 9).

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışan dört temel görüş mevcuttur: İlk görüş, ekonomik büyümenin finansal liberalizasyona öncülük ettiğini ileri sürmektedir, yani “talep-yönlü” bir ilişki söz konusu olmaktadır. Önce ekonomik büyüme gerçekleşmekte, ekonomik büyümenin fon gereksinimleri finansal sistemin ve finansal piyasaların gelişmesine öncülük etmektedir. İkinci görüş, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi desteklediği yönündedir, yani “arz-yönlü” bir ilişkiyi ileri sürmektedir. Finansal kurumların gelişmişliği, tasarrufların ekonomiye kazandırılmasını hızlandırmakta ve kolaylaştırmaktadır. Bu sayede, finansal sistemin desteğiyle gerçekleşen bir ekonomik büyüme mümkün olmaktadır. Üçüncü görüşe göre, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir nedensellik söz konusudur. Dördüncü ve son görüş ise, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında önemli bir ilişki bulunmadığını ileri sürmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye’de finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki 1987 - 2011 dönemi için araştırılmıştır. Türkiye’de finansal liberalizasyon politikaları 1980 yılında başlamış ve üç aşamada gerçekleşmiştir. İlk aşamada, finansal sistem yüksek faizlerle sürekli mevduat sigortası üreten duruma düşerek kırılganlaşmıştır. İkinci aşama, Merkez Bankası’nın yapmış olduğu faiz düzenlenmelerini 1987 yılının ortasında sona erdirmesiyle başlamaktadır. Üçüncü aşama ise 1989 yılında konvertibilite kararının alınmasıyla gerçekleşmiştir (Orhan, 2006:144). Çalışmanın başlangıç yılını 1987 olarak seçilmesi bundan kaynaklanmaktadır. Üç aylık verilerin kullanıldığı analizlerde, reel gayrisafı yurtiçi hâsıla (GSYİH), ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Ayrıca, finansal liberalizasyonu temsil etmek üzere altı değişkenden yararlanılmıştır. Bu değişkenler, geniş tabanlı para arzının (M2Y) gayrisafı yurtiçi hâsılaya oranı, ticari açıklık oranı, yurtiçi kredi hacminin milli gelire oranı, özel sektöre verilen banka kredilerinin milli gelire oranı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) işlem hacminin milli gelire oranıdır.

Bu çalışmada, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı Johansen eşbütünleşme testi ile araştırılmış daha sonra ilişkinin yönü hata düzeltme modeline bağlı nedensellik testi ile incelenmiştir. Analiz sonuçları, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını doğrulamıştır. Bu ilişkinin yönü ekonomik büyümeden finansal liberalizasyona doğrudur.

Diğer bir ifadeyle “talep-yönlü” bir süreç söz konusudur. Bununla birlikte, Türkiye’de finansal piyasaların, ekonomik büyümeyi önemli bir düzeyde desteklemediği belirlenmiştir. Diğer bir deyişle, bankacılık kesimi ve İMKB’nin ekonomik büyümeye önemli bir katkısı saptanamamıştır. Finansal liberalizasyonun

ekonomik büyümeyi etkilemediği bulgusunun varlığı ışığında, farklı bir ilişkinin olabileceği düşünülebilir. Ekonomik büyüme, finansal liberalizasyona öncülük edebileceği gibi, aralarında hiçbir ilişki bulunmayabilir. Bu iki görüş, farklı veriler ve yöntemler kullanılarak araştırılabilir. Çalışma beş ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme teorisi incelenmiştir. İkinci bölümde ilgili literatür özetlenmiş ve üçüncü bölümde araştırma yöntemi ile verilere ilişkin açıklamalar yapılmıştır. Dördüncü bölümde analiz bulguları yorumlanmış ve beşinci ve son bölümde ise sonuç kısmına yer verilmiştir.

I. FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ilk olarak sorgulayan Schumpeter'e göre; finansal araçlar, tasarrufların ekonomik birimler arasındaki hareketini sağlamak, yatırım projelerini desteklemek, riski yönetmek, yöneticilerin performanslarını takip etmek ve finansal işlemlerin gerçekleşmesini sağlamak suretiyle ekonomik liberalizasyona destek vermektedir (King ve Levine, 1993:717). Ancak Schumpeter'in finansal sistemin ekonomik kalkınmayı desteklediği yönündeki görüşü tüm araştırmacılar tarafından desteklenmemiş olup, çoğu araştırmacıya göre, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, her koşulda ve her ülkede aynı biçimde değildir. Bazı ülkelerde ekonomik büyüme, finansal liberalizasyonu etkilemekte, bazen de finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme birbirlerini karşılıklı olarak etkileyebilmektedir. Diğer bazı durumlarda ise, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında ekonomik bakımdan anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Söz konusu görüşler aşağıda incelenmiştir:

Patrick (1966), modern finansal kurumların, tasarruf sahipleri ve yatırımcıların talepleri sonucunda ortaya çıktığını ileri sürmüştür. Patrick (1966) tarafından "talep-yönlü" olarak tanımlanan bu finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisine göre, finansal sistemin gelişmesi tamamen ekonomik büyümeden kaynaklanmaktadır. Patrick (1966)'in finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi için tanımladığı ikinci görüş ise "arz-yönlü" olarak adlandırılmaktadır. Patrick (1966)'e göre finansal sistemin gelişmesi, finansal sistem tarafından sunulan ürünlere olan talebi artırmaktadır. Kısıtlı kaynakların, küçük tasarruf sahiplerinden büyük yatırımcılara aktarılması finansal sektörün ekonomik büyümeyi desteklemesini sağlamaktadır. Kaynakların aktarılmasını amaçlayan finansal aracı kurumların varlığı sayesinde, kaynakların mevduatlar ve diğer finansal yükümlülükler karşılığında toplanması ve krediler biçiminde reel ekonomiye aktarılması, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi desteklediği yönündeki görüşleri desteklemektedir. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkinin yönüne ilişkin üçüncü görüş, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir nedensellik olduğunu ileri sürmektedir.

Finansal liberalizasyonun teorik temeli McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in 1973 yılında birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda atılmıştır. Söz konusu çalışmalarda, 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 arttırarak bir yandan tasarrufları ve yatırımları, diğer yandan da gerçekleşen yatırımların verimliliğini arttırmak suretiyle iktisadi büyümeyi arttırabilecektir. Bu görüşler, literatürde “McKinnon ve Shaw Hipotezi” olarak adlandırılmakta ve finansal liberalizasyon uygulamalarının teorik gerekçesini oluşturmaktadır. McKinnon ve Shaw, bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarında, finansal sistem üzerinde hükümetin uyguladığı baskılama politikalarının finansal liberalizasyonu engellediği ve ekonomik büyümeyi sınırladığını öne sürmüşlerdir. Daha sonraları literatüre “Finansal Baskılama Ekolu” olarak geçen bu yaklaşımın ileri sürdüğü finansal sistemin liberalizasyonu ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişki, içsel büyüme modelleri üzerine çalışmalarını sürdüren iktisatçılardan da destek görmüştür. Bu yönde gerçekleştirilen çalışmaların ulaştığı temel yargı, bahsedilen nedenselliğin yönünün para talebi aracılığıyla milli gelir değişmelerinden finansal liberalizasyona doğru olduğudur (Demetriades ve Hussein, 1996:389).

McKinnon ve Shaw'a göre gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar baskı altında tutulmaktadır. Finansal baskılamanın 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. McKinnon ve Shaw gelişmekte olan ülkelerin düşük faiz oranı düşük büyüme oranı kısır döngüsünden kurtulabilmeleri için bu ülkelerin finansal piyasalarını bazı reformlara tabi tutarak liberalleştirilmesini 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 arttıracak 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 arttırması ile sınırlı değildir. Finansal liberalizasyon finansal piyasaların rekabetçi bir ortamda çalışmasını sağlayarak ürün çeşitliliğini, hizmet kalitesini ve bu sektörlerdeki teknolojik gelişmeyi de arttırmaktadır. 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 imkân 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).

Finansal liberalizasyon-ekonomik büyüme arasındaki nedensellik analizine yönelik çalışmalardan en fazla göze çarpanlarından ikisi, King ve Levine (1993) ve De Gregorio ve Guidotti (1995)'nin çalışmalarıdır. Her iki çalışmada da finansal liberalizasyon ölçütlerinin, ekonomik büyüme değişkeni üzerindeki belirleyiciliğini saptama amacı doğrultusunda kullanılan finansal liberalizasyon değişkenlerinin Demetriades ve Hussein (1996), Shan, Morris ve Sun (2001) ile Al-Yousif (2002), uluslararası karşılaştırmalara yer vermiş ve finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin tek yönlü bir ilişki olmayıp karşılık nedensellik biçiminde olduğunu belirlemişlerdir. Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında ilişki bulunmadığını öne süren çalışmaların sayısı sınırlıdır. Bu çalışmalardan ilki Lucas (1988) tarafından gerçekleştirilmiştir. Lucas'a göre ekonomik büyümenin fiziksel sermaye ve beşeri sermaye olarak bilinen iki kaynağı bulunmaktadır. Bir ekonominin büyüme hızını ve gelişmişlik düzeyini sadece bu iki olgu belirlemekte ve finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisi bulunmamaktadır. Lucas'ın görüşlerini destekleyen uygulama sonuçları azdır. Al-Yousif (2002), incelediği 30 ülkenin bir kısmında finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında önemli bir ilişki bulunmadığı sonucunu elde etmiştir. Benzer biçimde, Shan ve Morris (2002), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişler ve finansal gelişme ile ekonomik büyümenin çoğu ülkede aynı anda gerçekleştiğini ve birbirlerine neden olmadıklarını belirlemişlerdir.

Yapılan çok sayıda çalışma, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki açıkça ortaya koymaktadır. Söz konusu ilişkinin varlığı ve yönü tartışılrsa da, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkilediği büyük ölçüde kabul edilmektedir. Aşağıda, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar özetlenmiştir.

II. ANALİTİK VE AMPİRİK ÇALIŞMA LİTERATÜR TARAMASI

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda, teoride ortaya konulan ilişki tiplerinin tümünü destekleyen bulgular elde edilmiştir. Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalarda en çok elde edilen sonuç, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye neden olduğu yönündedir. Çalışmalarda elde edilen diğer bir sonuç ise, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye neden olmadığı veya negatif yönde etkilediğidir. Bazı çalışmalarda ise karışık sonuçlar elde edilmiştir. Bu karışıklık özellikle çok uluslu çalışmalarda, farklı ülkeler için farklı sonuçların elde edilmesi biçiminde kendini göstermiştir. Aşağıda söz konusu çalışmaların önemli bulunanları özetlenmiştir:

Jung (1986), 1950 yılı sonrasına ait en az 15 yıllık verilere dayanarak gerçekleştirdiği ve 56 ülkeyi kapsayan çalışmasında finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi nedensellik boyutuyla ele almıştır. Çalışmada finansal liberalizasyon ölçütü olarak hem nakit para tutarının M1'e oranı hem de M2'nin nominal milli gelire oranı kullanılmıştır. Ekonomik büyüme ise kişi başına reel milli gelire ölçülmüştür. Uygulanan test sonuçlarına göre, bazı ülkelerde finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkilediği durumlara rastlanmıştır. Diğer yandan ise, gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümenin finansal liberalizasyona öncülük ettiği belirlenmiştir. Ayrıca, bazı ülkeler için nedensellik çift yönlü olarak saptanmıştır (Jung, 1986:333-346).

King ve Levine (1993), finansal sistemin ekonomik büyümeyi desteklediği görüşünü 80'nin üzerinde ülkede, 1960-1989 dönemi için test etmişler ve finansal liberalizasyon düzeyi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunup bulunmadığını araştırmışlardır. Finansal liberalizasyon ölçütü olarak ülkelerin bankacılık sektörüne ilişkin veriler kullanılmıştır. Kişi başına milli gelirdeki ve fiziksel sermaye birikimindeki büyüme verileri ise ekonomik büyümeyi temsil etmiştir. Bu çalışma sonucunda, finansal sistemin liberalizasyonunun sermaye birikim oranını artırması, sermaye kullanan ekonomilerin etkinliğini artırması, sermaye dağılımını iyileştirmesi, riskin yayılması ve yenilikçi aktiviteleri teşvik etmesi gibi kanallar yardımıyla uzun dönem ekonomik büyümeyi arttıracığı yolunda pozitif bulgular elde edilmiştir. Bu sonuçlar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye neden olduğu yönündeki görüşleri desteklemiştir.

Murinde ve Eng (1994), 1979-1990 arasındaki dönemi kapsayan çalışmalarında Singapur'da finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Söz konusu ilişkiyi açıklamak için, parasal büyüklükler, parasal oranlar ve parasal değişkenlerle ilgili olmak üzere üç grup finansal değişkenden yararlanmışlardır. Granger-Nedensellik testleri, parasal değişkenlerin reel ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucunu vermiştir. Buna karşılık milli gelirin finansal değişkenler üzerinde bir etkisi olmadığı saptanmıştır.

De Gregorio ve Guidotti (1995), finansal liberalizasyon ve uzun süreli büyüme arasındaki ilişkiyi iki ayrı örneklem ile incelemişlerdir. Birinci örneklem, 1960 - 1985 dönemini ve 100 ülkeyi kapsarken; ikinci örneklem, 12 Latin Amerika ülkesini ve 1950 - 1985 dönemini kapsamaktadır. Özel sektöre verilen banka kredilerinin milli gelire oranı, finansal liberalizasyon ölçütü olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye öncülük ettiğini göstermiştir.

Eatwell (1996), 1960-71 dönemi için 54 ülke verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada, incelediği son 10 yıllık periyot içerisinde 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-%60 arasında azaldığı yönünde sonuçlar elde edilmiştir.

Levine ve Zervos (1996), 24 ülkede hisse senedi piyasasının gelişmişlik düzeyi ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1976-1993 dönemini kapsayan çalışmada, kişi başına reel milli gelirden büyüme, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenlerden ilki hisse senedi piyasası kapitalizasyon değerinin milli gelire oranlanması yoluyla elde edilmiştir. İkinci açıklayıcı değişken işlem görme oranıdır. Üçüncü değişken ise hisse senedi piyasası işlem hacminin milli gelire oranlanmasıyla elde edilmiştir. Analiz sonuçları, hisse senedi piyasasının gelişmişlik düzeyi ile ekonomik gelişme arasında aynı yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Demetriades ve Hussein (1996), gerçekleştirdikleri çalışmalarında 16 adet gelişmekte olan ülkede finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi nedensellik açısından incelemişlerdir. Analizlerde kullanılan değişkenlerin eşbütünsel vektörlerinden faydalanarak uygulanan nedensellik testlerinin sonuçları ülkelere göre farklılık göstermiştir. Altı ülkede finansal liberalizasyon ekonomik büyümeye neden olurken, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bir diğer altı ülke için ise ekonomik büyümenin finansal liberalizasyonu öncülük ettiği sonucuna varılmıştır. Ayrıca, bazı ülkelerde bu ilişkinin iki taraflı olduğu gözlemlenmiştir (Demetriades ve Hussein, 1996:387-411).

Arestis ve Demetriades (1997), ABD ve Almanya'yı karşılaştıran çalışmalarında ilk üçü her iki ülke için aynı olmak üzere dört değişken kullanmışlardır: Kişi başına düşen reel milli gelir, hisse senedi piyasası kapitalizasyon değeri ve hisse senedi piyasası dalgalanması. Almanya için kullanılan dördüncü değişken M2'nin nominal milli gelire oranlanması; ABD için kullanılan dördüncü değişken ise yerel banka kredilerinin nominal milli gelire oranlanması yoluyla elde edilmiştir. Sonuçlar, Almanya ve ABD için farklıdır. Almanya'da hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, ekonomik gelişme üzerinde dolaylı bir etkiye sahiptir. ABD'de ise hisse senedi piyasası kapitalizasyon değeri, ekonomik büyüme üzerinde doğrudan ve pozitif bir etkiye sahiptir. Benzer biçimde, bankacılık sektörü de her iki ülke ekonomisi üzerinde pozitif yönde etkilidir.

Rodrik (1998), 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 olan kişi başına GSMH büyümesi, GSMH'da yatırımın payı ve enflasyon arasında pozitif bir ilişki bulunmamıştır.

Levine ve Zervos (1998), 1976-1993 yılları arasında 47 ülke verilerinden faydalanarak yaptıkları ampirik çalışmada, hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün gelişmesinin uzun dönemli ekonomik büyümeyi arttırdığını araştırmışlardır. Bu çalışma sonucunda ulaştıkları bulgular, hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün gelişme düzeyinin, ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve verimlilik artışı göstergeleri ile pozitif yönde ilişkili olduğunu göstermiştir.

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

Esen (2000), finansal açıklığın etkilerini araştırdığı çalışmasında 1980-1993 dönemini kapsayan veriler kullanmıştır. Çalışmasının bulgularına göre, faiz ve döviz oranları, sermaye akışları tarafından belirlendiği için dış borçlar, mevcut sermaye hesabı dengesi ile olan uyumunu kaybetmekte, bu da mevcut hesaplar ve sermaye hesabında istikrarsız dalgalanmalara sebep olmakta ve kontrol edilemeyen dış borçlanma ile sonuçlanmaktadır.

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 arttırdığına dair pozitif bulgular elde edilmiştir.

Kang ve Sawada (2000), açıklayıcı değişken olarak finansal dış açıklığı içeren neoklasik ve içsel büyüme modeli analizlerine dayalı regresyon analizlerini kullanarak finansal liberalizasyonun hâsıla 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 beşeri sermaye yatırımlarını teşvik edeceği ve ekonomik büyümeyi arttıracığı ileri sürülmektedir.

Stiglitz (2000) çalışmasında, Hindistan ve Çin gibi sermaye akışları üzerine güçlü kontroller uygulayan iki büyük gelişmekte olan ülkenin zor bir küresel ekonomik ortama rağmen dikkate değer yüksek büyüme oranları elde etmelerini örnek olarak göstererek finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu öne süren argümanların teorik ve ampirik açıdan yetersiz olduğunu ortaya koymaya çalışmaktadır.

Xu (2000), finansal gelişmenin yatırım ve çıktı üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla, 41 ülkenin 1960-1993 yılları arasındaki verilerini VAR analizi ile incelemiştir. Bulgular, finansal gelişmenin büyümeyi takip ettiği (talep takipli model) ve büyüme üzerinde küçük etkisi olduğu hipotezini reddetmiştir (Xu, 2000:331).

Shan, Morris ve Sun (2001), 9 OECD ülkesi ve Çin'i kapsayan çalışmalarında finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Özel sektöre açılan kredilerin milli gelire oranı finansal liberalizasyon ölçütü olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, bazı ülkelerde, ekonomik büyümeden finansal liberalizasyona doğru veya çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunduğunu ortaya koymuştur.

Graff (2002), 1970-1990 döneminde finansal faaliyetler ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ekonomik büyüme, çalışan başına gelir ile temsil edilmiştir. Finansal liberalizasyonu ise, kişi başına banka ve banka şubesi sayısı, finansal sistemdeki istihdamın toplam istihdama oranı ile finansal sistemin milli gelir içindeki payı temsil etmiştir. Sonuç, finansal faaliyetlerin, ekonomik büyümeyi desteklediğini göstermiştir.

Müslümov ve Aras (2002), OECD ülkelerini inceledikleri çalışmalarında 1982-2000 döneminde sermaye piyasası gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Ekonomik büyüme ölçütü olarak reel kişi başına GSYİH kullanılmıştır. Finansal liberalizasyon ölçütü olarak ise sermaye piyasası kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı ile sermaye piyasası likiditesinin GSYİH'ya oranı olarak kullanılmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre; sermaye piyasasının gelişmesi ekonomik büyümenin nedeni olarak tespit edilmiştir.

Odekon (2002), 1986-90 döneminde Türkiye'ye ilişkin verileri kullanarak finansal liberalizasyonun yatırım ve dolayısıyla iktisadi büyüme üzerindeki etkisini belirlemeye çalışmıştır. Bu çerçevede, 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.

Calderon ve Liu (2002), finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 109 ülkede araştırmışlardır. 1960-1994 döneminde, kişi başına GSYİH, ekonomik büyümeyi temsil ederken; geniş tanımlı para arzının milli gelire oranı ile özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı ise finansal gelişmeyi temsil etmiştir. Bulgular, tüm ülkelerde, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye neden olduğunu göstermiştir. Ayrıca bazı ülkelerde, finansal

liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir nedensellik belirlenmiştir.

Al-Yousif (2002), finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisinin karşılıklı nedensellik biçiminde olduğunu belirlemiştir. Al-Yousif (2002), 30 gelişmekte olan ülke için finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 1970-1999 yılları arasını kapsayan çalışmada, kişi başına reel milli gelirden büyüme ekonomik büyümeyi, temsil ederken; dolaşımdaki para / dar para stoku (M1) oranı ile geniş para stoku / nominal milli gelir oranı finansal liberalizasyonu temsil etmiştir. Sonuçlar, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı nedensellik olduğunu göstermiştir.

Shan ve Morris (2002) ise finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulunmadığı ileri sürmüştür. Shan ve Morris (2002), 19 OECD ülkesi, Çin ve Güney Kore'de finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1985-1998 dönemi için incelemişlerdir. Reel milli gelirdeki değişme oranı, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Çalışma karışık sonuçlar vermiştir. Ancak genel sonuç, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyümenin aynı anda gerçekleştiği ve birbirlerine neden olmadığı şeklindedir.

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 daha yüksek bir ekonomik büyümeye yol açtığını destekleyen güçlü ve sağlam kanıtlar bulunamamıştır.

Yapraklı (2003), 1990-2006 dönemine ait Türkiye'ye ilişkin üçer aylık zaman serileri kullanarak yaptığı çalışmada, finansal dışa açıklık 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.

Ghirmay (2004), 13 Afrika ülkesini VAR modelini kullanmak suretiyle incelemiştir. Eşbütünleşme analizinin sonuçları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını destekleyen kanıtlar (13 ülkeden 12'sinde) sunmuştur. Uzun dönemli nedenselliğin yönüne bakıldığında, finansal gelişmenin 8 ülkede ekonomik büyüme üzerinde nedensel bir rol oynadığı görülmektedir. Aynı zamanda, 6 ülkede de iki yönlü nedensel ilişki gösteren kanıtlar bulunmuştur (Ghirmay, 2004: 415).

Thangavelu ve James (2004), Avustralya'da finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1960-1999 dönemini kapsayan çalışmada, kişi başına milli gelir ekonomik büyüme ölçütü olarak

kullanılmıştır. Banka alacaklarının ve banka mevduatlarının milli gelire oranı ile hisse senetleri işlem hacminin milli gelire oranı ise finansal liberalizasyon ölçütleri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, ekonomik büyümenin finansal liberalizasyona öncülük ettiğini göstermiştir.

Utkulu ve Özdemir (2004) içsel büyüme teorisine dayalı olarak Türkiye’de dış ticaretin liberalizasyonunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisini, Ghatak, Milner ve Utkulu’nun (1995) kullandığı değişkenlerle 1950-2000 yılı için tekrar tahmin etmişlerdir. Farklı eş-bütünleşme yöntemleri denedikleri bu çalışmada, uzun dönemli ve pozitif ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Buna göre dışa açıklık değişkeni, 0.10 ile 0.19 arasında değerler almaktadır (Utkulu ve Özdemir, 2004:261).

Onur (2005), finansal liberalizasyon ile ilgili “talep yönlü” Post-Keynesci görüşün geçerliliğini 1980-2003 yılları arasında Türkiye için test eden çalışmasında uyguladığı nedensellik testi sonucunda, finansal liberalizasyondan ekonomik büyümeye doğru bir nedenselliğin var olmadığını, ancak ekonomik büyümenin tek yönlü olarak finansal liberalizasyonu etkilediğini ileri sürmüştür. Ayrıca bu çalışmada kurulan VAR modeli analizine göre, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi %7 azalttığı da rapor edilmiştir.

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 arttırmak 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.

Utkulu ve Kahyaoğlu (2005) çalışmalarında Türkiye ekonomisinin ticari ve finansal açıklığının büyüme üzerine ve kriz ortamına sürüklenmesindeki etkilerini 1990-2004 dönemi için doğrusal olmayan zaman serisi (TAR ve STAR) modellemesi ve Markov rejim değişimi modellemesi ile ampirik olarak ortaya koymuşlardır. Finansal ve ticari açıklığın Türkiye ekonomisini özellikle dış şoklara karşı zayıflatan mı, yoksa güçlendiren bir etken mi olup olmadığı da bu yöntemlerle sınıanmıştır. Çalışma bulgularına göre Türkiye’de finansal açıklık ekonominin sürekli olarak resesyonda kalmasına neden olurken, ticari açıklık büyümeyi pozitif yönde etkilemiştir.

Aslan ve Küçükaksoy (2006) çalışmalarında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin yönü, Türkiye için Granger nedensellik sınaması kullanılarak, 1970-2004 yılları arasında incelemiştir. Granger nedensellik sınaması ile elde ettikleri sonuçlara göre, Türkiye’de finansal gelişme ekonomik büyümenin nedeni olmaktadır ya da ekonomik büyümeyi incelemektedir. Yani ilişkinin yönü arz

öncüllü hipotezin desteklediği gibi finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tahmin edilmektedir.

Shan ve Jianhong (2006), finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1978-2001 dönemi için Çin’de incelemişlerdir. Reel GSYİH’deki değişme oranı, ekonomik büyümeyi temsil etmiştir. Toplam krediler, işgücü, net yatırımlar, dış ticaretin milli gelire oranı ise analizlerde yararlanılan diğer değişkenlerdir. Sonuçlar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğunu göstermiştir.

Yapraklı (2007) çalışmasında, ticari ve finansal dışa açılmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini hata düzeltme modeli ile araştırmıştır. Elde ettiği sonuçlara göre, ekonomik büyümenin ticari açıklıktan pozitif, finansal açıklıktan negatif yönde etkilendiğini belirtmiştir.

III. VERİ VE METODOLOJİ

Bu çalışmada, finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Benzer çalışmalarda genellikle klâsik regresyon analizi yöntemi veya eşbütünleşme analizleri kullanılmaktadır. Bu çalışmanın uygulama bölümünde kullanılan temel yöntem, Johansen eşbütünleşme ve hata düzeltme modeline bağlı nedensellik yöntemleri olup, modellerde kullanılan değişkenler, daha önce yapılan çalışmaların ışığında oluşturulmuştur.

Çalışmada ilk olarak, mevsimsellik düzeltmesi X12 yöntemiyle gerçekleştirildikten sonra serilerin durağan olup olmadığı incelenmiştir. Durağanlığın incelenmesinde, sıklıkla kullanılan ve birbirlerini tamamlama özelliğine sahip bulunan iki yöntem kullanılmıştır. Bunlar, Augmented Dickey-Fuller (ADF) testi ve Phillips Perron (PP) testidir. Söz konusu testler uygulandıktan sonra her bir modele ilişkin VAR gecikmesi değerleri hesaplanmış, elde edilen gecikme değerleriyle Johansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır. En son olarak ilişkinin yönünü değerlendirmek amacıyla GDP ile diğer tüm finansal liberalizasyon ölçütleri hata düzeltme modeline bağlı nedensellik testi ile incelenmiştir. Çalışmada kullanılan tahmin modeli aşağıda verilmiştir:

$$GDP_t = \alpha + \beta_1 \frac{M2Y_t}{GDP_t} + \beta_2 \frac{TRDVOL_t}{GDP_t} + \beta_3 \frac{DCREVOL_t}{GDP_t} + \beta_4 \frac{ISEVOL_t}{GDP_t} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Çalışma, 1987:01 - 2011:02 arasındaki dönemi kapsamaktadır. Çeyrek dönemlik veriler kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki olduğundan, veri aralığı mümkün olduğunca geniş tutulmaya çalışılmıştır. Çeyrek dönemlik verilerin kullanılmış olması dönemsel değişimlerin etkisinin analizlerde daha iyi

gözlemlenmesini sağlayacağından, yıllık veriler kullanılarak gerçekleştirilen çalışmalara kıyasla daha fazla bilgi sağlayabilecektir. Bu çalışmada kullanılan veriler ve kaynakları Tablo 1.'de sırasıyla açıklanmıştır:

Tablo 1. Modeldeki Değişkenler ve Tanımları

Değişkenler	Açıklama	Kaynak
<i>GDP</i>	Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla verileri, 3 aylık dönemler halinde derlenmiş olup TL olarak 1987 yılı sabit fiyatlarıyla ifade edilmiştir.	TCMB EVDS 1987:01- 2011:02
<i>M2Y/GDP</i>	3 aylık Geniş Parasal Tabanın nominal Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla serisine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır.	TCMB EVDS 1987:01- 2011:02
<i>TRDVOL/GDP</i>	3 aylık dış ticaret hacminin (ithalât (<i>cif</i>) + ihracat (<i>fob</i>)) nominal Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla serisine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır. Bu oran literatürde “ticari açıklık oranı” olarak da tanımlanmaktadır.	IFS 1987:01- 2011:02
<i>DCREVOL/GDP</i>	Tasarruf ve mevduat bankaları ile yatırım ve kalkınma bankalarının özel sektöre açtığı 3 aylık krediler toplamının nominal Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla serisine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır.	IFS 1987:01- 2011:02
<i>ISEVOL/GDP</i>	3 aylık hisse senedi piyasası (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) işlem hacminin, nominal Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla serisine oranlanması yoluyla hesaplanmıştır.	IMKB 1987:01- 2011:02

Hesaplanan tüm seriler, logaritma alınarak doğrusallaştırılmıştır. Kullanılan değişkenler ve model benzer şekilde gerçekleştirilen Jung (1986), Murinde ve Eng (1994), De Gregorio ve Guidotti (1995), Levine ve Zervos (1996), Henry (2000), Al-Yousif (2002), Calderon ve Liu (2002), Shan ve Morris (2002), Yapraklı (2003), Thangavelu ve James (2004), Onur (2005), Shan ve Jianhong (2006) çalışmalarından derlenmiştir.

IV. ARAŞTIRMA BULGULARI

Çalışmanın bu bölümünde, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki *EViews 7* ekonometrik paket programı yardımıyla analiz edilmiştir. Analizlere ADF ve PP yöntemleriyle durağanlık sınaması gerçekleştirilerek başlanmıştır. Daha sonra Johansen eşbütünleşme testlerinin sonuçlarına yer verilmiş ve son olarak hata düzeltme modeli sonuçlarına bağlı nedensellik test sonuçlarına değinilmiştir.

Durağan olmayan zaman serileri ile regresyon analizi yapmak mümkün olmadığından, bu şekildeki bir analizin sonuçları klâsik test yöntemlerinin ve yapılan öngörülerin geçerliliği kalmayacaktır (Granger ve Newbold, 1974:111). Zaman serilerinin durağanlığı genellikle Augmented Dickey-Fuller (ADF) (1979), Phillips-Perron (PP) (1988), Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (KPSS) (1992), birim kök testi yöntemleriyle incelenmektedir. Bu çalışmada serilerin durağanlığı ADF ve PP birim kök testleriyle incelenmiştir. ADF ve PP testlerine ilişkin sonuçlar Tablo 2.'de incelenebilir. Tablo 2.'den elde edilen sonuçlar tüm serilerin 1. dereceden durağan olduğunu göstermektedir.

Tablo 2. Birim Kök Analizi Sonuçları

		ADF		PP		Sonuç
		Sabit	Sabit + Trend	Sabit	Sabit + Trend	
LREALG DP_SA	Seviye	-0.034	-1.808	-0.034	-1.942	I(1)
	Fark	-7.872*	-7.797*	-7.862*	-7.792*	
LM2Y /GDP_SA	Seviye	-2.617	-2.255	-2.582	-2.255	I(1)
	Fark	-8.330*	-8.577*	-8.358*	-8.945*	
LTRDVO L /GDP_SA	Seviye	-1.481	-1.878	-1.561	-2.088	I(1)
	Fark	-7.132*	-7.050*	-7.132*	-7.051*	
LDCREV OL /GDP_SA	Seviye	-2.420	-2.621	-2.442	-2.701	I(1)
	Fark	-8.189*	-8.158*	-8.164*	-8.157*	
LISEVO L /GDP_SA	Seviye	-3.908	-3.065	-3.574*	-3.061	I(1)
	Fark	-5.660*	-6.292*	-6.186*	-6.480*	

* %1 düzeyinde anlamlılığı ifade eder. Gecikme olarak Schwartz bilgi kıstası kullanılmıştır.

Durağan olmayan serilerde fark alınarak analizin gerçekleştirilmesi serilerin beraber hareketlerinde bulunan ortak trendi ortadan kaldırmakta ve dolayısıyla bilgi kaybına yol açmaktadır. Bunun yerine aynı dereceden entegre seriler üzerinde eşbütünleşme incelenebilir. Bu çalışmada seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi Johansen (1991) tarafından geliştirilen eşbütünleşme testi ile incelenmiştir.

Johansen eşbütünleşme testinin ilk aşaması modele bağlı gecikmelerin tahmin edilmesini gerektirmektedir. Seriler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını sınavan Johansen eşbütünleşme testi sonuçları Tablo 3.'de incelenebilir. Tablo 3.'den elde edilen sonuçlar uzun dönemli bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Buna göre finansal liberalizasyon ölçütleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkiden söz edilebilir.

Tablo 3. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

H₀: rank(II)=r	Öz Değeri	İz İstatistiği	%5 Kritik Değer	Maksimum Öz-Değer İstatistiği	%5 Kritik Değer
r = 0 (r ≥ 1)	0.605	86.389	69.818	52.147	33.876
r = 1 (r ≥ 2)	0.276	34.242	47.856	18.150	27.584
r = 2 (r ≥ 3)	0.166	16.092	29.797	10.224	21.131
r = 3 (r ≥ 4)	0.086	5.867	15.494	5.079	14.264
r = 4 (r ≥ 5)	0.013	0.788	3.841	0.788	3.841

*En uygun gecikme değeri Schwartz kıstasına göre 1 olarak belirlenmiştir.

Eşbütünleşme ilişkisi değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Ancak ilişkinin yönü hakkında bilgi vermemektedir. Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü, hata düzeltme modeline dayalı nedensellik testi ile araştırılmıştır. Modellerin herhangi birinde eşbütünleşme ilişkisi varsa, bu değişkenler arasında en azından tek yönlü bir nedenselliğin olması gerekmektedir. Tablo 4.'de, hata düzeltme modeline bağlı nedensellik testi sonuçları raporlanmıştır. Eşbütünleşmenin kabul edilmesi durumunda değişkenler arasındaki ilişkinin yönü nedensellik analizi ile tespit edilir. Ekonometrik modellerde bir değişkenin diğer değişkenlerle bağımlılığı söz konusu olmaktadır. Ancak bu bağımlılık değişkenler arasında mutlak bir nedensellik ilişkisi olduğu anlamına gelmemektedir (Akkaya ve Pazarlıoğlu, 1998: 177).

Granger nedensellik testi, bir değişken ile diğer bir değişken arasında varlığından şüphe edilen nedensellik ilişkisini test etmek için çokça kullanılan bir testtir. Ancak Granger nedensellik testinin uygulanabilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Eğer değişkenler durağan değil ve eşbütünleşik de değillerse Granger nedensellik testi için değişkenlerin farkları kullanılabilir. Değişkenler durağan değil ve eşbütünleşik ise bu durumda Granger nedensellik testi uygun olmayacaktır. Durağan olmayan ancak aynı derecede farkı alındığında durağan hale gelen seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi olması durumunda, Hata Düzeltme modeli ile nedensellik sınaması yapılabilmektedir. Bu durumda, Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen Hata Düzeltme Modeli (ECM), nedensellik sınamasında kullanılabilir. Hata düzeltme yaklaşımı, değişkenler arasındaki uzun dönem dengesi ile kısa dönem dinamikleri arasında ayırım yapmaya ve kısa dönem dinamiklerinin belirlenmesi amacıyla kullanılmaktadır. Hata Düzeltme Modeli aşağıdaki iki model ile ifade edilebilir:

$$\Delta Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \delta_i \Delta Y_{t-i} + \lambda EC_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta X_t = \alpha + \sum_{i=1}^l \beta_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta Y_{t-i} + \lambda EC_{t-1} + v_t$$

İlk regresyon denklemi, Y 'deki değişmeyi X 'teki değişmeye ve bir önceki dönemin dengeleme hatasına bağlamaktadır. İlgili regresyon denkleminde, ΔX , ΔY 'deki kısa dönem sapmaların etkisini gösterirken, EC_{t-1} eşbütünleşme denkleminde elde edilen hata terimlerinin bir gecikmeli değerini göstermekte ve hata düzeltme parametresi olarak adlandırılmaktadır (Ünlükaplan ve Arısoy, 2011:86).

Hata düzeltme parametresinin katsayısının (λ) istatistiksel bakımdan anlamlı çıkması, negatif olması ve 0 ile -1 arasında değer alması beklenir. Hata düzeltme parametresi, değişkenleri uzun dönem denge değerine yaklaştırmaktadır. Denge durumundan kısa dönemli sapmalar hata düzeltme parametresinin katsayısının büyüklüğüne bağlı olarak düzeltilecektir. ECM'nin sağladığı en önemli avantaj, uzun dönem bilgi kaybını önlemesidir. ECM'nin bir diğer yararı nedensellik ilişkisini göstermesidir. Eşbütünleşme ilişkisinin varlığı durumunda en az bir yönde nedensellik söz konusudur. Hata düzeltme mekanizmasının belli bir yönde işleyebilmesi için λ katsayıları 0 ile -1 arasında bir değer almalıdır. Eğer λ tahmin katsayılarının her ikisi de istatistiksel bakımdan anlamlı ve 0 ile -1 arasında değere sahip ise, bu durum iki yönlü nedenselliğe işaret etmektedir. Eğer λ tahmin katsayılarının sadece bir tanesi istatistiksel bakımdan anlamlı ve 0 ile -1 arasında değere sahip ise, bu durum tek yönlü nedenselliğe işaret etmektedir.

Tablo 4. Hata Düzeltme Modeline Dayalı Nedensellik Testi Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	Kısa Dönem Gecikmeli Farklar					HDT
	Wald-İstatistiği					
	ΔGDP	$\Delta M2Y/GDP$	$\Delta TRDVOL/GDP$	$\Delta DCREVOL/GDP$	$\Delta ISE/GDP$	
ΔGDP	---	-0.101 (-0.690)	0.0003 (0.002)	-0.406*** (-1.828)	0.0115 (0.634)	- 0.028* (-4.415)
$\Delta M2Y/GDP$	0.630** (1.889)	---	-0.085 (-0.397)	0.587** (2.299)	- 0.057** (-2.748)	0.019* (2.614)
$\Delta TRDVOL/GDP$	0.951* (3.375)	0.077 (0.547)	---	0.783* (3.636)	-0.013 (-0.725)	0.022* (3.610)
$\Delta DCREVOL/GDP$	0.993** (2.639)	0.111 (0.589)	-0.036 (-0.148)	---	-0.007 (-0.316)	0.019** (2.288)
$\Delta ISE/GDP$	8.554* (5.217)	2.605* (3.159)	1.164 (1.102)	3.835** (3.059)	---	0.200* (5.601)

(***), (**), (*) sırasıyla %10,%5 ve %1 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Parantez içindeki değerler t-istatistiklerini HDT ise hata düzeltme katsayısını göstermektedir.

Tablo 4.'de sunulan hata düzeltme modelinde her bir denklemde bağımsız değişkenlerin kısa dönem farklarının anlamlı olup olmadığını gösteren Wald istatistikleriyle hata düzeltme terimine yer verilmiştir. Buna göre bağımlı değişkenin GDP olduğu modelde ($\Delta DCREVOL/GDP$) değişkeni dışındaki diğer değişkenlere ait Wald istatistiği istatistiksel olarak anlamlı olmamasına rağmen, hata düzeltme terimi istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretli bulunmuştur.

Bu sonuçlar, (Δ DCREVOL/GDP)'nin hem kısa hem de uzun dönemde GDP'nin nedenseli olduğuna işaret etmektedir. Benzer şekilde, (Δ M2Y/GDP) bağımlı değişken olduğu denklemde (Δ GDP), (Δ DCREVOL/GDP) ve (Δ ISE/GDP) değişkenlerine ait kısa dönem nedenselliği sınamaya yönelik Wald istatistiği ile hata düzeltme teriminin t-istatistiği anlamlı bulunmuştur. Bu durumda ilgili denklemde yer alan her bir makro ekonomik değişken hem uzun hem kısa dönemde (Δ M2Y/GDP) değişkeninin Granger nedenseli olmaktadır. (Δ TRDVOL/GDP)'nin bağımlı değişken olduğu denklemde (Δ GDP) ve (Δ DCREVOL/GDP) değişkenlerine ait Wald istatistikleriyle hata düzeltme teriminin t-istatistiği anlamlı bulunmuştur.

Bu sonuçlar da (Δ GDP) ve (Δ DCREVOL/GDP) değişkenlerinin hem kısa hem de uzun dönemde (Δ TRDVOL/GDP)'nin Granger nedenseli olduğunu göstermektedir. (Δ DCREVOL/GDP)'nin bağımlı değişken olduğu denklemde ise sadece GDP'nin hem kısa hem de uzun dönemde (Δ DCREVOL/GDP)'nin nedenseli olduğu görülmektedir. Son olarak, (Δ ISE/GDP)'nin bağımlı değişken olduğu denklemde ise (Δ GDP), (Δ M2Y/GDP) ve (Δ DCREVOL/GDP) değişkenlerinin hem kısa hem de uzun dönemde bağımlı değişkenin Granger nedenseli olduğunu göstermektedir.

SONUÇ

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, finans literatüründe sıkça araştırılan bir konudur. Literatürdeki finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran ampirik ve analitik çalışmaların büyük bir çoğunluğu finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri süren neo-liberal argümanı desteklememektedir. Söz konusu çalışmalarda finansal liberalizasyonun gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının yükselmesine yol açtığı, ancak özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların gerek kamu açıklarını kapatmak amacıyla gerekse borç faiz ödemesinde kullanılmasının tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesini ve böylece iktisadi büyümeyi arttırmasını engellediği ileri sürülmektedir. Bunun yanı sıra, finansal liberalizasyonla birlikte finansal araçların yüksek getiriye sahip olmasının yatırımların reel alanlardan çok finansal alanlara yönlendirilmesine neden olduğu da belirtilmektedir. Dolayısıyla, bu çalışmalara göre finansal liberalizasyonla birlikte reel faiz oranlarının yükselmesi McKinnon ve Shaw hipotezinin öngördüğü gibi yatırımların ve iktisadi büyümenin artmasını sağlayamamaktadır.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, Johansen eşbütünleşme ve Hata Düzeltme Modeline bağlı nedensellik testleri ile araştırılmıştır. Analiz sonuçları, finansal liberalizasyondan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedenselliğin varlığını ortaya koymaktadır. Bu bulgu, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran tüm çalışmaların bulguları

ile uyumludur. Farklı bir sonuç elde eden tek çalışma olan Shan ve Morris (2002) ise, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyümenin birbirlerine neden olmadığını ileri sürmüştür. Bu çalışma özellikle 1987-2011 yılı arası üçer aylık veri setinin kullanılması ile diğer çalışmalardan farklılaşmaktadır.

Gözlem sayısının yüksek olması ve kullanılan değişkenler modelin açıklama gücünü arttırmaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın derinliğinin ve yurtiçi kredi hacminin artmasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin araştırılmasının ekonomi için önem taşıdığı düşünülmekte ve bu nedenle çalışma kullanılan veri seti nedeniyle farklılaşmaktadır.

Williamson ve Mahar (2002)'e göre, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkileyip etkilemediği ve etkiliyorsa bu etkinin karşılıklı olup olmadığı konusunda farklı tartışmalar bulunsa da, literatürde belirli sınırlar dâhilinde serbest bir finansal sistemin baskılama altında tutulan bir finansal sistemden daha yararlı olduğu konusunda neredeyse ortak bir kabul 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 olmaktadır. Literatürde ülkelerin liberalizasyon sürecine yavaş ve aşamalı olarak geçmesi, sermaye hareketlerinden önce cari işlemlerin liberalizasyonun ve gerekli yasal ve kurumsal düzenlemelerin gerekliliği konusunda yaygın bir görüş bulunmaktadır.

KAYNAKÇA

- AKKAYA, Ş., PAZARLIOĞLU, M.V. (1998), *Ekonometri I*, Anadolu Matbaacılık, İzmir.
- AL-YOUSİF, Y.K. (2002), "Financial development and economic growth: Another look at the evidence from developing countries", *Review of Financial Economics*, c.11. ss.131-150.
- ARESTİS, P. ve P. DEMETRIADES (1997), "Financial development and economic growth: Assessing the evidence", *Economic Journal*, c.107. S.442. ss.783-799.
- ASLAN, Ö. ve KÜÇÜKAKSOY, İ. (2006); "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 4, s.12-28.
- BEKAERT, G., C.R. HARVEY ve R. LUNDBLAD. (2005), "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *Journal of Financial Economics*, 77: 3-56.

- CALDERÓN, César ve Lin LİU (2002), “The direction of causality between financial development and economic growth”, *Central Bank of Chile Working Paper*, No: 184, <http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc/pdf/dtbc184.pdf>.
- De GREGORİO, J. ve P.E. GUIDOTTI (1995), “Financial development and economic growth”, *World Development*, c.23. S.3. ss.433-448. İMKB Aylık Bülteni, Çeşitli Sayılar.
- DEMETRIADES, P.O. ve K.A. HUSSEİN (1996), “Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries”, *Journal of Development Economics*, c.51. ss.387-411.
- DİCKEY, D.A. ve W.A. FULLER (1979), “Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root”, *Journal of the American Statistical Association*, c.74. S.366. ss.427-431.
- DİNLER, Z. (2006), *İktisada Giriş* (Onikinci Basım), Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- ENGLE, Robert F. ve C.W.J. GRANGER (1987), “Co-Integration And Error Correction: Representation, Estimation And Testing”, *Econometrica*, 55(2): 251-276.
- EATWELL, J. (1996) “International Capital Liberalization: The Impact on World Development”, CEPA Working Paper Series I, <http://www.newschool.edu/cepa>.
- GHİRMAY, T. (2004); “Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis”, *African Development Review*, Vol. 16, Issue 3, s. 415–43
- GRAFF, M. (2002), “Causal links between financial activity and economic growth: Empirical evidence from a cross-country analysis, 1970-1990”, *Bulletin of Economic Research*, c.54. S.2. ss.119-133.
- GRANGER, C.W.J. ve P. NEWBOLD, (1974), “Spurious Regressions in Econometrics”, *Journal of Econometrics* 2, pp. 111-20.
- HENRY, P.B. (2000) “Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices” *The Journal of Finance*, vol.IV.no.2.
- IFS, internet veritabanı (Erişim Tarihi:13.07.2011).
- İMKB, internet veritabanı (Erişim Tarihi:13.07.2011).
- JOHANSEN, S. (1991), “Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models”, *Econometrica*, 59(6): 1551-1580.

- JUNG, W.S. (1986), "Financial development and economic growth: International evidence", *Economic Development and Cultural Change*, c.34. ss.333-346.
- KANG, S.J. ve Y. SAWADA, (2000) "Financial Repression and External Openness in an Endogeneous Growth Model", *Journal of International Trade and Economic Development*, 9(4), 427-443.
- KİNG, R.G. ve R. LEVİNE (1993) "Finance and Growth: Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-37.
- KWIATKOWSKI, D.,P,C.,B.PHİLLİPS, P.SCHMİDT ve Y.SHİN (1992), "Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root How sure are we that economic time series have a unit root?", *Journal of Econometrics*, 54 : ss.159-178.
- LEVİNE, R. ve S. ZERVOS, (1996), "Stock market development and long-run growth", *World Bank Policy Research Working Paper*, No: 1582.
- LEVİNE, R. ve S. ZERVOS, (1998) "Stock market, banks and economic growth", *American Economic Review*, 88, 537-58.
- LUCAS, R.E. (1988),"On the mechanics of economic development", *Journal of Monetary Economics*, c.22. ss.3-42.
- MCKİNNON, R.I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C. : The Brookings Institution.
- MURİNDE, V. ve F.S.H. Eng (1994), "Financial development and economic growth in Singapore: demand-following or supply-leading?", *Applied Financial Economics*, c.4. ss.391-404.
- MÜSLÜMOV, A., G. ARAS (2002), "Sermaye piyasası gelişmesi ve Ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi: OECD ülkeleri örneği", *İktisat İşletme Finans*, 198 : ss. 90-104.
- ODEKON, M. (2002) "Financial Liberalization and Investment in Turkey", *Briefing Notes in Economics*, Issue no.53, June/july 2002, [http:// www. Richmond ac.uk/bne/Odekon_Issue53.pdf](http://www.Richmond.ac.uk/bne/Odekon_Issue53.pdf).
- ONUR, S. (2005), "Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki", *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 1, Sayı 1, s. 127-152.
- ORHAN, S.S. (2006). Kasım ve Şubat Krizlerinin Öncü Değişkenler Yoluyla Sinyal Analiz., Seydioğlu, Halil ve Rıfat Yıldız (der). *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, İstanbul: Arıkan Basın Yayım Dağıtım.

- PATRICK, T.H. (1966), "Financial development and economic growth in underdeveloped countries", *Economic Development and Cultural Change*, c.14. ss.174-189.
- PRASAD, E.,R., K.S.J. WEI, A. KÖSE, (2003) Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, International Monetary Fund.
- PHILIPS, P.C.B. ve P. PERRON (1988), "Testing for a unit root in time series regression", *Biometrika*, c.75. S.2. ss.335-346.
- RODRİK, D. (1998) Who needs capital account convertibility? Princeton Essays in International Finance, 207, 1-10.
- SHAN, J.Z., A.G. MORRIS ve F.SUN (2001), "Financial development and economic growth: An egg-and-chicken problem?", *Review of International Economics*, c.9. S.3. ss.443-454.
- SHAN, J.Z. ve A.G. MORRIS (2002), "Does financial development 'lead' economic growth?", *International Review of Applied Economics*, c.16. S.2. ss.153-168.
- SHAN, J.Z. ve Q. JIANHONG (2006), "Does financial development 'lead' economic growth? The case of China", *Annals of Economics and Finance*, S.1. ss.231-250.
- SHAW, E.S.(1973) Financial Deeping in Economic Development, Cambridge: Harvard University Press.
- STİGLİTZ, J. (2000) "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability" World Development, Vol.28, No.6, pp. 1075-1086.
- TCMB, internet veritabanı (Erişim Tarihi:13.07.2011).
- THANGAVELU, S.M. ve J.A.B. JIUNN (2004), "Financial development and economic growth in Australia: An empirical analysis", *Empirical Economics*, c. 29. ss.247-260.
- UTKULU, U. ve KAHYAOĞLU, H. (2005). Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye'de Büyüme Ne Yönde Etkiledi? Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2005/13
- UTKULU, U. ve ÖZDEMİR, D. (2004); "Does Trade Liberalization Cause a Long Run Economic Growth in Turkey", *Economics of Planning*, 37, 245-26.
- ÜNLÜKAPLAN, İ. ve ARISOY, İ. (2011); "Vergi Yüğü ve Yapısı ile İktisadi Büyüme Arasındaki Dinamik Etkileşimler Üzerine Uygulamalı Bir Analiz" ODTÜ Gelişme Dergisi, 38 (1), 71-100 (Nisan).

- WILLIAMSON, J. ve M. MAHAR, (2002) *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Ankara: Liberte Yayınları.
- XU, Z. (2000); “Financial Development, Investment, and Economic Growth”, *Economic Inquiry*, Vol. 38,Iss. 2, s. 331–344.
- YAPRAKLI, S. (2007) “Ticari ve Finansal Dışa Açıklık İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, *Ekonometri ve İstatistik*, Sayı:5, 2007-06-08.
- YILGÖR, A.G. (2006) “Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de Sermeye Piyasaları Üzerindeki Etkisi”, 10. Ulusal Finans Sempozyumu, 1-4 Kasım 2006, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.